Г. В. ВУЛЬФ.

Государственный кредит С. С. С. Р.

(Итоги по Апрель 1925 г. и перспективы).

ФИНАНСОВОЕ ИЗДАТЕЛЬСТВО НКФ СССР.

Москва—1925 г.

Г. В. ВУЛЬФ.

Государственный кредит С. С. С. Р.

(Итоги по Апрель 1925 г. и перспективы).

ФИНАНСОВОЕ ИЗДАТЕЛЬСТВО НКФ СССР
Москва—1925 г.

Главлит 45379 Тираж 3000.

Типография имени тов. Артема „Латиздат“, Мясницкая, 20.

Государственный кредит СССР.

(Итоги по апрель 1925 г. и перспективы).

„Государственный кредит является сложной системой, связанной тысячью нитей с общей жизнью народа."

С. Дицель.

ГЛАВА I.

От аннулирования займов бывшего царского правительства к восстановлению Государственного кредита СССР.

Одним из первых актов Советского Правительства после октябрьской революции было аннулирование всех займов, заключенных и гарантированных бывшим царским правительством. Декрет ЦИК и СНК РСФСР от 21-го января 1918 г. об'явил все государственные займы, заключенные «правительством российских помещиков и российской буржуазии», уничтоженными. Таким образом был об'явлен ничтожным огромный долг Российской Империи, которая, по выражению М. И. Боголепова, «имела незавидную привилегию быть второй (после Франции Г. В.) во всем мире по размеру государственного долга и первой по ежегодным расходам на оплату занятых миллиардов» [1]).

Акт об аннулировании государственных долгов бывшего правительства носит ярко выраженный социальный характер и является лишь одним из этапов социальной революции. В ряду целой системы мероприятий революции, направленных к разрушению капиталистического строя и власти буржуазии,— аннулирование займов занимает одно из первых, по своему

---

1) М. И. Боголепов—„Государственный долг". Ленинград, 1910 г., стр. 24.

значению, мест. Аннулирование вместе с тем не только определило на многие годы судьбы государственного кредита СССР, но поставило под знаком вопроса и самую возможность его существования.

Действительно, аннулирование государственных займов разрушило до основания идею государственного кредита. Государственный кредит может существовать лишь при наличии доверия к государству: по выражению К. Маркса «с появлением задолженности государства место греха против святого духа, за который нет прощения, занимает нарушение доверия к государственному долгу» [1]). Однако, октябрьская революция повинна не в одном этом смертном грехе—она разрушила всю систему капиталистических отношений, об'явила, что товарно-денежная система подлежит ликвидации, что народное хозяйство должно быть обобществлено на основе планового производства и планового распределения, что деньги и кредит являются пережитками капиталистического строя и что им нет места при новом экономическом порядке. Под мощными ударами революции рухнуло целиком грандиозное здание капиталистического хозяйства, в котором государственный кредит составлял лишь отдельную, хотя и существенную часть.

Предпосылки восстановления государственного кредита

И до тех пор, пока Советская власть ориентировалась на натурально-безденежное хозяйство, до тех пор не существовало и вопроса о государственном кредите. Он был поставлен снова, как только наметился поворот от военного коммунизма к государственному капитализму. Этот поворот начался, как известно, в 1921 году с замены продовольственной разверстки продовольственным налогом (декрет от 21 апреля 1921 г.). С этого момента начинается процесс денатурализации народного хозяйства и государственных финансов. Этот процесс можно считать законченным к 1 января 1924 г., с какого срока прекратилось взимание единого сельхозналога натурой (по постановлению СНК от 11 декабря 1923 г.).

Денатурализация хозяйства сопровождалась восстановлением товаро-денежного оборота. С введением новой экономической политики возрастает потребность государства в деньгах. Восстанавливается налоговая система, систематически проводится принцип платности услуг, возобновляется работа по составлению государственных бюджетов. Начинаются искания твердого мерила ценности. Быстро падающий совзнак не мог

---

[1]) К. Маркс. Капитал,—т. I, стр. 638.

служить таким мерилом. В течение 2½ лет страна интенсивно ищет твердую единицу измерения: через довоенный рубль в различные курсы (НКФ, Госбанка, специальной Котировальной Комиссии, различные индексы товарных цен и товарный рубль), народное хозяйство вернулось к 1923 году к золотому рублю, воплотившемуся в червонцах государственного банка.

Так создавались предпосылки восстановления финансового хозяйства страны, которые являются вместе с тем и предпосылками восстановления государственного кредита.

Девятый с'езд Советов в конце 1921 г. возлагает на Народный Комиссариат Финансов задачу «осуществления с наибольшим напряжением сил и наибольшей быстротой сокращения и впоследствии прекращения эмиссии и восстановления правильного денежного обращения на основе золотой валюты». Наказ СНК от 9 августа 1921 г. гласит в п. 11 «в целях поднятия устойчивости нашего рубля необходимо проведение ряда мер к обратному притоку денег в кассы государства».

Государственный кредит является одним из способов для разрешения обеих указанных задач. Он является новым источником дохода, за счет которого может быть сокращена эмиссия бумажных денег. Государственный кредит вместе с тем является одним из действительных средств для извлечения денег из оборота и возвращения их снова в кассы НКФ.

Задача восстановления государственного кредита поставлена Советским Правительством к осуществлению в 1922 году. Первой кредитной операцией СССР является выпуск 1 Хлебного займа, разрешенного декретом ВЦИК и СНК РСФСР от 20 мая 1922 г. С этих пор развитие государственного кредита СССР идет беспрерывно, приспособляясь к быстрой смене экономических форм советского хозяйственного строительства.

ГЛАВА II.

Кредитные операции СССР и состояние государственного долга.

За 3 года, протекшие со времени восстановления государственного кредита Советского Правительства, проведены следующие (см. таблицу № 1 на стр. 6) 10 кредитных операций.

Государственный долг СССР возрастает из года в год и составляет к 1 апреля, как это видно из таблицы № 2 (См. стр. 7) сумму, превосходящую четверть миллиарда рублей.

Параллельно с ростом государственного долга растет и удельный вес расходов по госзаймам в бюджете—ассигнования

Таблица № 1.

Название займа.	Дата выпуска.	Номинальная сумма.	Доходн. поступлен. по 1 апр. 1925 г. (за вычетом курсов. скидок и вознагражд. контрагентов) в милл. червонн. рублей.
1. Первый внутренн. краткосрочный госуд. Хлебный заем выпуска 1922 г.	20 мая 1922 г.	10 милл. пуд. ржи.	7‘7
2. Государственный выигрышный заем 1922 г. .	31 окт. 1922 г.	100 милл. зол. руб.	95;9
3. Платежные обязат. Центрокассы Наркомфина .	7 февр. 1923 г.	—	302,9[1])
4. Второй вн. краткосрочн. гос. Хлеб. заем 1923 г.	22 мар. 1923 г.	100 милл. пуд. ржи.	47,8
5. Транспортные сертификаты	26 июля 1923 г.	24 милл. зол. руб.	24,0
5. Гос. краткосрочн. Сахарн. заем 1923 г. . . .	15 нояб. 1923 г.	1 милл. п. с.-рафин.	10,9
7. Гос. 8% внутренн. заем 1924 г.	15 февр. 1924 г.	100 милл. зол. руб.	42,856
8. Крестьянский выигрышный заем 1924 г. . . .	19 мар. 1924 г.	50 милл. руб.	42,220
9. Второй гос. выигрышный заем 1924 г. . . .	16 апр. 1924 г.	100 милл. руб.	66,53
10. Гос. краткосрочн. 5% внутрен. заем 1925 г. .	23 февр. 1925 г.	10 милл. руб.	7,8
Итого	—	—	648,6

[1]) Выпуск без погашения.

Таблица № 2.

Движение Государственного долга СССР.

Название займа.	Остаток долга (в миллион. рублей).						
	На I/X 1922 г.	На I/I 1923 г.	На I/X 1923 г.	На I/I 1924 г.	На I/X 1924 г.	На I/I 1925 г.	На I/IV 1925 г.
1. I-й хлебный заем [1]) . .	0,7	2,3	—	—	—	—	—
2. I-й выигр. заем. . . .	—	—	51,9	87,0	98,8	98,8	98,8
3. Платежн. обязательст. ЦКассы НКФ.	—	—	38,1	67,3	48,8	52,3	57,2
4. II-й Хлеб. заем [1]) . .	—	—	27,4	8,9	0,5	—	—
5. Транспортн. сертиф. .	—	—	0,3	9,6	—	—	—
6. Сахарный заем [1]) . .	—	—	—	9,1	—	—	—
7. 8⁰/₀ внутренний заем .	—	—	—	—	26,5	36,5	43,9
8. Крестьянский заем . .	—	—	—	—	38,0	12,8	9,2
9. II-й выигр. заем . . .	—	—	—	—	32,8	—	62,1
Итого. . .	0,7	2,3	117,7	181,9	245,4	200,4	271,2

[1]) Для выявления движения госдолга в денежном выражении, валютируем натуральные займы: а) I-й Хлебный заем путем перевода совзначных поступлений в червонные рубли по средне-месячным курсам. б) II-й Хлебзаем по условному бюджетному эквиваленту в 45 коп. за пуд ржи в облигациях займа. в) Сахарный заем—по цене сахара-рафинада Сахаротреста с акцизом в 10 руб. 50,35 коп. за пуд сахара в облигациях займа.

на платежи по государственным займам (выплата процентов. выигрышей и погашение). Они составляли:

Бюджетный год	В тыс. руб.	В %% к сумме бюджета
1922—23 б. г.	4.787	0,36
1923—24 б. г.	77.610	4,23
1924—25 б. г.	61.955	2,72

Государственный долг и бюджет.

Таковы общие данные, характеризующие состояние нашего государственного кредита. Абсолютные цифры итогов его чрезвычайно скромны. Из всех государств мира СССР имеет сейчас, вероятно, самый маленький государственный долг. Это столь же незавидная привилегия, как и привилегия царской России, имевшей до революции самый дорогой и почти самый большой государственный долг в мире. Но государственный долг СССР чрезвычайно мал не только абсолютно, но и по сравнении с государственным бюджетом и национальным доходом страны. Соответствующие данные, приведенные в табл. № 3, показывают, что в то время, как довоенный долг России превосходил в 2½ с лишним раза сумму государственного бюджета (256,5%) он составляет в СССР лишь от 9% до 13,3% бюджетов последних трех лет.

Государственный долг и национальный доход.

Слабость госкредита СССР обнаруживается еще в большей мере при сопоставлении нашего государственного долга с национальным доходом (см. табл. № 4).

В довоенной России государственный долг составлял 75% годового национального дохода. Имея в виду, что государственный кредит СССР является целиком внутренним, возьмем для сравнения не весь государственный долг дореволюционной России, а лишь внутренний долг. Он равен 4.229 милл. рублей [1]), что составит 35,8% национального дохода 1913 года. Государственный долг СССР составляет лишь 1,3% национального дохода. На душу населения государственный долг составлял

[1]) См. Л. Паскальский и Г. Моультон. „Русские долги и восстановление России“, стр. 169, Москва 1925 г.

Таблица № 3

Государственный долг и гос. бюджет (в милл. черв. руб.).

	С. С. С. Р.			Росс. Импер.
	В 1922—23 б. г.	В 1923—24 б. г.	В 1924—25 б. г.	До войны (1913 г.)
1. Сумма гос. долга .	117,7 [1]	245,4 [2]	271,2 [3]	8.858 [4]
2. Сумма гос. бюдж. .	1.304,7	1.833,9	2.478,5	3.453
3. Проц. соотношен. .	9,0%	13,3%	10,9%	256,5%

Таблица № 4.

Государственный долг и национальный доход в милл. довоен. руб.

	С С С Р		Росс. Импер. (1913 г.)
	В 1922—23 б. г.	В 1923—24 б. г.	
1. Сумма гос. долга .	80,6 [5]	121,4	8.858
2. Национал. доход .	8,277 [6]	9.055 [6]	11.805,5 [7]
3. Процент. соотн. .	0,97%	1,3%	75,0%
4. Национ. доход на душу населения в довоен. руб. . . .	62 р. [8]	66 р. 50 к. [8]	101 р. 35 к.
5. Гос. долг на душу населен. в довоен. рублях	60,3 к.	90,9 к.	73 р. 02 к.

---

[1]) На 1 октября 1923 г.

[2]) На 1 октября 1924 г.

[3]) На 1 апреля 1925 г.

[4]) На 1 января 1914 г.

[5]) Перевод червонных рубл. в довоенные сделан по коэф. 1,46, которым пользовался проф. Литошенко при определении нац. дохода СССР (средний бюджетный индекс за апрель—сентябрь 1923 г.).

[6]) Литошенко. Нац. доход СССР, стр. 48. Москва 1925 г.

[7]) Опыт исчисления народн. дохода 50 губ. Евр. России в 1900—13 г. под ред. Прокоповича, стр. 64—66. Москва 1918 г.

[8]) Состав населения принят проф. Литошенко равным 133,6 милл. уш. смот. op. cit, стр. 48.

в 1913 г. 73 р. 02 к., а в 1923 г.—90,9 коп. Т. о. сравнение цифр, характеризующих государственный кредит 1913 г. с соответствующими цифрами 1923—24 года, приводит нас к выводу, что СССР далеко не использовал для своего кредита тех возможностей, которые дает ему нынешнее состояние народного хозяйства. Мы остановимся в следующей главе на тех причинах, которые делают в настоящее время невозможным надлежащее развитие нашего государственного кредита. Здесь отметим только, что государственному кредиту СССР принадлежит будущее. Не трудно предсказать, что мы будем свидетелями бурного роста государственного кредита, как только создадутся и окрепнут необходимые для этого экономические, правовые и психологические предпосылки. При государственном капитализме государственный кредит приобретает особенно большое значение. В капиталистическом строе хозяйственное строительство совершается большей частью по частной инициативе и на частные капиталы. При государственном капитализме все основное хозяйственное строительство, как в области транспорта, так и промышленности, сельского хозяйства и торговли опирается на государственную предприимчивость и на государственные средства. Поэтому темп роста государственного кредита в нашей стране в значительной мере предопределяет темп развития народного хозяйства СССР.

ГЛАВА III.

Основные предпосылки государственного кредита.

Государственный кредит «связан тысячью нитей с общей жизнью народа» (С. Дицель). Отсюда следует, что темп развития государственного кредита, характер кредитных операций и формы, в которые они выливаются, зависят от целого ряда факторов, лежащих в области государственного хозяйства и экономики страны.

Чтобы понять пройденный государственным кредитом СССР этап развития и правильно оценить полученные в этой области достижения, необходимо отдать себе отчет в том, какие требования пред'являл к государственному кредиту бюджет и какова была об'ективная экономическая обстановка, в которой протекали кредитные операции СССР.

Детальное рассмотрение совокупности условий, в которых протекало развитие нашего государственного кредита в минувшие 3 года, приводит к следующим основным выводам. Государственный бюджет пред'являл к государственному кредиту очень большие требования, для удовлетворения которых со-

стояние народного хозяйства не давало об'ективной возможности.

В результате, развитие государственного кредита не было ни органическим, ни нормальным. Под давлением бюджетной необходимости государственный кредит СССР вынужден был долгое время идти не свойственными ему путями. Лишь с 1925 года государственный кредит получил возможность стать на рельсы здорового и прочного развития.

Бюджетные требования. Самая постановка задачи упорядочения денежного обращения обозначала, что покрытие бюджетных дефицитов должно производиться за счет доходных поступлений от кредитных операций. Представление о том, каковы были требования, обращенные к государственному кредиту, дают следующие цифры бюджетных дефицитов.

Таблица № 5.

Годы	Сумма бюдж. дефицита [1]	В % % к общей сумме бюджета
1922 г. (январь—сентябрь) .	(в тыс. руб.) 796.000	52,7
1922—23 б. г.	487.622	36,4
1923—24 г.	427.735	20,8

Эти требования, очень значительные сами по себе, явились совершенно невыполнимыми в экономической обстановке 1922—24 годов. Это явствует уже из рассмотрения приведенной выше таблицы. Конечным источником покрытия всех государственных расходов, в том числе и расходов, связанных с обслуживанием государственного долга, являются обыкновенные доходы, т.-е. главным образом налоговые поступления и доходы от государственных предприятий. Бюджет, в котором дефицит составляет 52,7% и 36,4%, свидетельствует о том, что государственное хозяйство находится в таком плачевном состоянии, которое исключает возможность нормального развития государственного кредита.

[1] Сумма бюджетного дефицита получена нами путем вычета из суммы бюджетных расходов суммы обыкновенных доходов.

К этому же выводу приводит нас и анализ остальных моментов, определяющих ту экономическую обстановку, в которой развивался государственный кредит СССР в течение последних трех лет.

Необходимые для развития государственного кредита предпосылки.

Государственный кредит может развиваться лишь при наличии целого ряда экономических, финансовых и социально-политических предпосылок.

С точки зрения финансово-экономической государственный кредит предполагает наличность 1) свободных средств у широких слоев населения, образующихся в результате капиталонакопления на базе развитого торгово-промышленного оборота, при значительном денежном обращении; 2) организованного денежного и фондового рынка и 3) развитой системы кредитных учреждений. Наконец, с точки зрения социально-политической необходимы полное доверие к устойчивости государственной власти и к ее платежеспособности и правовой порядок, защищающий совершающийся процесс капиталообразования [1]).

Посмотрим, в какой мере реально существовали у нас те предпосылки, которые мы только что перечислили, как необходимые для нормального развития государственного кредита.

Товарно-денежный оборот.

Эпоха военного коммунизма характеризуется борьбой государственной власти с товарно-денежным оборотом. Рынок и торговля подлежали ликвидации. На их место должно было стать обобществленное народное хозяйство, плановое производство и безденежное распределение. Естественно, что такой экономический порядок исключал возможность денежного накопления, необходимого для реализации государственных займов.

В 1922 году была об'явлена новая экономическая политика, которая допускала возможность товарно-денежных отношений и открывала путь для некоторого капитало-образования. Однако, претворение декларации о новой экономической политике в действительность осуществлялось чрезвычайно медленно. Торгово-промышленный оборот начинает развиваться более интенсивно в течение 1923 г. Однако, как видно из приводимых ниже цифр, товарный оборот СССР составляет в

---

[1]) Сравнить G. Jèze. Cours de science des finances et des législation financière Française. Teorie general du credit public, стр. 219, Paris 1922

1922—23 году лишь 35,3%, а в 1923—24 году 45,3% довоенного товарного оборота.

Таблица № 6.

Товарный оборот СССР в милл. товарных рублей [1]).

Год	Сумма оборота	В %% к довоен. обороту (20 5 мрд. рублей)
1922—23 г.	7.211,0	35,3
1923—24 г.	9.301,6	45,3

Стоимость денежной массы в обращении.

Аналогичную картину медленного развития экономики страны дают и цифры стоимости денежной массы (см. табл. № 7 на стр. 14).

Мы видим, таким образом, что только с конца 1924 г. начинается интенсивный рост денежной массы в обращении,—только к этому времени можно считать завершенным процесс денатурализации хозяйства СССР. Однако, и в 1925 году стоимость денежной массы (в довоенных рублях) едва составляет $^1/_5$ довоенной.

Но и после того, как новая экономическая политика раздвинула рамки для развития торгово-промышленного оборота и частной предприимчивости, процесс капитало-образования и накопления сбережений совершался в чрезвычайно замедленном темпе. Причину вялости совершающегося накопления нужно искать в различных факторах правового и экономического порядка, из которых основными являются падающая валюта и эмиссионный налог, с одной стороны, и налоговая политика, с другой.

---

[1]) Данные—по исчислениям Статистико-экономич. Отдела Наркомвнуторга СССР „Внутренняя торговля СССР и ее регулирование в 1923—24 г." Довоенный оборот исчислен применительно к территории СССР т. Струмилиным, см. „Плановое хоз.". Январь 1925 г.

Таблица № 7.

Стоимость денежной массы, находящейся в обращении в СССР (в милл. довоенных рублей).

	Стоимость ден. массы по индексу Кон'юнктур. Института	В %% к стоим. ден. обращ. 1914 г. (1.800 м. р. [1])
На 1 октября 1922 г.	133,8	7,4
„ 1 января 1923 г.	103,1	5,7
„ 1 октября „	154,6	8,6
„ 1 января 1924 г.	170,1	9,4
„ 1 октября „	302,3	16,8
„ 1 января 1925 г.	362,3	20,1
„ 1 апреля „	352,9	19,6

Рынок капиталов.

Наиболее точным показателем капиталообразования в стране является средне-рыночный учетный процент на ссудный капитал.

Подходя к изучению состояния денежного рынка приходится констатировать прежде всего, что у нас до сих пор не существует организованного рынка капитала. Как указывает Д. Лоевецкий [2]), у нас фактически существует не один денежный рынок, а несколько. Один рынок государственный, руководимый государственными и другими, по существу тоже государственными специальными банками, затем организованный частный рынок, возглавляемый обществами взаимного кредита и кредитными товариществами и, наконец, частный вольный рынок.

Каждый из этих рынков является замкнутым и имеет свою клиентуру. Государственные банки почти не кредитуют частные учреждения и лица. Общества Взаимного кредита креди-

---

[1]) Данные о стоимости довоенной денежной массы, исчисленной применительно к территории СССР, позаимствованы у Л. Н. Юровского „На путях к денежной реформе", стр. 8. Москва 1924 г.

[2]) См. ст. Д. Лоевецкого „Денежный рынок и кредитная политика" в сборнике „Проблемы гос. кредита СССР". Москва, 1925 г.

туют своих членов—частные лица и учреждения, пользующиеся доверием и могущие представить определенное обеспечение. Наконец, вольный частный рынок имеет очень разношерстную и смешанную клиентуру, кредитование которой в достаточной мере не обеспечено.

Эти три рынка резко отличаются друг от друга размерами и устойчивостью учетного процента на капитал.

Учетный процент государственного рынка устойчив и относительно не высок. Из приводимой ниже таблицы (см. табл. № 8) видно, что процентная ставка его по активным операциям колебалась между 12% и 48% в 1923 г., между 8% и 15% в 1924 г. и 1925 году. Однако, взимаемый банками процент по активным операциям «не является по существу ценой денег, так как по этой цене нельзя получить денег в нужном количестве» [2]).

Таблица № 8.

Процентные ставки по активным операциям Госбанка, Промбанка и Всекобанка на 1 год.

Даты	Учет векселей			Спец. тек. сч. обеспеч. вексел.			Спец. тек. сч. под товары		
	Госбанк	Промбанк	Всекобанк	Госбанк	Пром. банк	Всекобанк	Госбанк	Пром. банк	Всекобанк
Февр. 1923 г.	12	18—24	33	12	30—48	30	12	24—37½	39
Янв. 1924 г.	8—10	15	12—16½	10	15—30	12—15	10	15—30	12
Апр. „	8	12—15	„	9	12	„	11	12—15	„
Июль „	11	9—11	„	„	11	12—18	„	12	15
Нояб. „	8—10	9—12	„	8—10	„	15	„	„	„
1925 г. Янв.—Апр.	8—12	9—13	12-16½	9—12	12	15	10—12	12	15

Организованный вокруг Обществ Взаимного кредита частный рынок имеет совершенно другие процентные ставки несравненно более высокие и менее устойчивые, чем на государственном рынке капиталов. Срок кредитования на этом рынке значительно короче, чем на государственном: устана-

---

[2]) Ibid, стр. 34.

влимая им процентная ставка является не годовой, а месячной.

Таблица № 9.

Учетно-ссудный процент Московских обществ Взаимного Кредита на 1 месяц.

Сентябрь	1922 г. . . .	18%
Октябрь	„ . . .	15%
Май	1923 г. . . .	3%
Август	„ . . .	7%
Октябрь	„ . . .	5—7%
Январь	1924 г. . . .	3—5%
Апрель	„ . . .	3—5%
Июль	„ . . .	2—5%
Октябрь	„ . . .	2—4%
Январь	1925 г. . . .	2—3,1%
Февраль	„ . . .	1—3%
Апрель	„ . . .	$2^1/_4$—3%
Май	„ . . .	$2^1/_8$—3%

Наконец, процентная ставка не организованного, «вольного» частного рынка чрезвычайно не устойчива: она стремительно падает, оставаясь, тем не менее, очень высокой. Естественно, что данные о неорганизованном рынке не систематичны и не полны,—а являются лишь регистрацией отдельных сделок. Они, тем не менее, отражают состояние и тенденции этого рынка.

Таблица № 10.

Учетный процент за 1 месяц на Московском вольном рынке.

Октябрь	1923 г. . . .	16%
Ноябрь	„ . . .	8—12%
Декабрь	„ . . .	7— 8%
Апрель	1924 г. . . .	8—10%
Июль	„ . . .	5— 9%
Октябрь	„ . . .	6%
Январь	1925 г. . . .	4— 8%
Март	„ . . .	5—10%
Апрель	„ . . .	5— 6%

Приведенные таблицы свидетельствуют о том, что мы находимся на пути к образованию единого организованного рынка, хотя этот путь еще очень длинен и долог.

Во всяком случае, амплитуда колебания учетной ставки между государственным рынком капиталов и частным постепенно уменьшается за счет снижения учетного процента вольного рынка. Если в октябре 1923 г. учетная ставка государственного рынка капиталов составляла 8—30% годовых, организованного частного—60—84%, а вольного 192%, то к январю 1925 г. учетные ставки сближаются, составляя для государственного рынка 8—15%, для организованного частного рынка 24—36% и для вольного 48—96%.

Рассматривая приведенные ставки частного капитала, необходимо не упускать из виду, что в их составе содержится два разнородных слагаемых: цена за ссудный капитал и рисковая премия. Нужно отнести к рисковой премии целиком всю разницу между ставкой вольного и организованного частного рынка, составляющую таким образом 24—60% годовых. Несомненно, что и в составе ставки организованного частного рынка есть рисковая премия. Определение ее размера достаточно затруднительно. Мы приблизимся, однако, к этому, введя в поле зрения еще ряд данных о курсовой стоимости наших фондов.

Пристального внимания заслуживают прежде всего данные о курсовой стоимости платежных обязательств. Это краткосрочная бумага, являющаяся векселем государственного казначейства и потому ее курс может быть принят за учетный процент на капитал, ссужаемый государству. Приводимая ниже таблица (см. табл. № 11) чрезвычайно характерна.

Таблица № 11.

Учетный процент на вольном рынке Москвы на платежные обязательства Центрокассы НКФ СССР.

Дата котировки	Средн. за мес. учетн. проц. на рынке					
	Спустя 1 м. после срока	За 1 м. до срока	За 2 м. до срока	За 3 м. до срока	За 4 м. до срока	За 5 м. до срока
1 октября 1923 г.	—	17,24	13,06	—	—	—
1 января 1924 г.	6,5	12,56	8,62	—	—	—
1 апреля „	1,67	8,37	7,64	—	—	—
1 июля „	1,0	2,71	1,85	—	—	—
1 октября „	—	2,09	1,97	—	—	—
1 января 1925 г.	—	2,09	1,72	1,46	2,18	2,09
1 апреля „	—	1,23	1,23	1,20	1,21	1,22
1 мая „	—	1,33	1,33	1,33	1,34	1,33

Она указывает прежде всего на то обстоятельство, что и при учете платежных обязательств существовала до августа 1924 года определенная и сперва очень значительная страховая премия. Только этим можно об'яснить учетный процент на платежные обязательства, срок которых уже наступил. Это

ставка недоверия к государственной казне—учет неаккуратности Центрокассы в ее платежах по пред'являемым к погашению платежным обязательствам. Этим же учетом неаккуратности Центрокассы нужно об'яснить и то, на первый взгляд не понятное явление, что месячный учетный процент по обязательствам более дальних сроков, ниже чем по обязательствам с более близким сроком погашения. При нормальном порядке вещей краткосрочные фонды оцениваются дороже, чем более долгосрочные. Обратная картина котировки наших платежных обязательств об'ясняется учетом риска, связанного с задержкой Центрокассой в оплате обязательств, срок которых наступил. В начале 1925 г. рынок ликвидирует и эту рисковую премию. С апреля 1925 г. месячная учетная ставка по платежным обязательствам становится устойчивой и одинаковой вне зависисимости от срока остающегося до погашения обязательства.

Сопоставим теперь учетный процент организованного частного рынка с учетной ставкой по платежным обязательствам Центрокассы.

Таблица № 12.

Дата	Учетный % Обществ Взаимн. Кредита	Процент по платежн. обязательствам Центрокасс
Октябрь 1923 г.	5—7%	17—13%
Январь 1924 г.	3—5%	12,6—8,6%
Апрель „	3—5%	8,4—7,6%
Июль „	2—5%	2,8—1,0%
Октябрь „	2—4%	2,1—1,9%
Январь 1925 г.	2—3%	2,1—1,7%
Февраль „	1—3%	1,2%
Апрель „	2¼—3%	1,2%
Май „	2⅛—3%	1,3%

Эти ряды цифр говорят о том, что до второй половины 1924 г. кредит государства был слабее кредита частных лиц, предприятий и клиентов обществ Взаимного Кредита. К августу 1924 г. совершается перелом и к настоящему времени

обязательства государства рассматриваются как первоклассные векселя и учетная ставка их ниже средней ставки, взимаемой Обществами Взаимного Кредита по их активным операциям. Эту ставку и можно принять как средне рыночный учетный процент очищенный от страховой премии за риск.

Изучение курсовой стоимости I и II выигрышного займа приводит к аналогичным выводам. Перелом в настроении рынка по отношению к этим ценным бумагам совершается позже, чем по отношению к платежным обязательствам. Здесь решающую роль сыграли для I выигрышного займа окончание срока запретительного грифа, налагавшегося на облигации, размещенные в принудительном порядке, а для II выигрышного займа—окончание принудительного размещения его. Во всяком случае, в начале 1925 г. курсы выигрышных займов начинают приходить в соответствие с средне-рыночным процен-

Таблица № 13.

Динамика рентабельности 1-го и 2-го выигрышных займов [1]).

Дата дня котировки	Рентабельность (годовой % доходн.)	
	I-го выигр. займа	II выигр. займа [2])
1-го октября 1923 г.	20,3	—
1-го января 1924 г.	26,1	—
1-го апреля „	23,2	—
1-го июля „	30,3	—
1-го августа „	—	112,9
1-го октября „	30,1	123,9
1-го января 1925 г.	36,3	129,8
1-го февраля „	25,4	86,8
1-го марта „	22,1	49,3
1-го апреля „	18,5	31,3
1-го мая „	17,5	26,1

[1]) При исчислении рентабельности займов, доход от выигрышей не включался.

[2]) При вычислении доходности 2-го выигрышного займа срок погашения для облегчения расчетов условно перенесен с 15 марта на 1-е апр.

том. Доходность I выигрышного займа в настоящее время (около 1,5% в месяц) должна считаться нормальной. Рентабельность II выигрышного займа еще черезчур высока — однако, курс облигаций этого займа систематически повышается, так что доходность его в ближайшем будущем, вероятно, опустится до размера средне-рыночного учетного процента.

Биржевой и банковый оборот с государственнными фондами.

Чрезвычайно существенной предпосылкой для развития государственного кредита является наличность организованного фондового рынка и развитой сети кредитных учреждений. Фондовые биржи и фондовые отделы банков необходимы для развития государственного кредита не только потому, что они являются орудием, с помощью которого происходит размещение и циркуляризация ценных бумаг, но и потому, что они обеспечивают их ликвидность.

Размещение займов непосредственно в руки твердых держателей чрезвычайно трудно осуществимо и потребовало бы продолжительного времени. Обычно заем, выпускаемый государством, покупается банками и небольшим кругом лиц, причастным к биржевым операциям. Широкие слои населения приобретают заем уже из рук банков или биржевиков. Таким образом, биржа и банки являются необходимым посредническим аппаратом для государства, размещающего свой заем.

Однако, значение биржевого и банкового аппаратов для государственного кредита далеко не исчерпывается этим. Ценная бумага только тогда и может расчитывать на широкое распространение среди населения, когда она ликвидна, т.-е. тогда, когда держатель в любую минуту может превратить ее по безубыточной цене в деньги. Только эта ликвидность ценной бумаги дает возможность осуществлять долгосрочные кредитные операции. Если держатель облигации займа уверен в том, что в любую минуту она может быть превращена в деньги, то для него уже не играет большой роли срок погашения займа государством—он сможет освободиться от облигации и получить вложенные в заем деньги тогда, когда это будет ему нужно. Фондовая биржа и фондовые отделы банков и являются тем рынком, на котором сходится спрос и предложение ценных бумаг и на котором без всякого труда можно реализовать облигации займов. Организованная и правильно функционирующая биржа фиксирует курсовую стомость ценных бумаг и автоматически регулирует спрос и предложение их путем повышения и понижения цен. Опираясь на биржу, банки имеют возможность вести широкие операции с фондами, производя не только покупку и продажу их, но и кредитуя своих клиентов под цен-

ные бумаги в форме залогово-ссудных операций и онкольных счетов. Благодаря этому образуется целый ряд каналов, по которым размещаются ценные бумаги. Выпущенный государством заем становится об'ектом игры разнородных сил и интересов, борющихся на рынке. Однако, если бумага по своим условиям соответствует состоянию и требованиям рынка и размещение ее производилось нормально без насилия над рынком, если государство, ее выпустившее, пользуется доверием и если в политической жизни страны или в международном ее положении не произойдет никаких осложнений, то курс государственной ценной бумаги остается устойчивым и не грозит убытками ее держателю. Даже в том случае, если предложение на рынке временно не уравновешивается спросом, на защиту государственной бумаги выступают заинтересованные в ее судьбе банки, а в конечном счете и само государство: они властно вмешиваются в биржевую игру (производят интервенцию) и восстанавливают благоприятное для государственной бумаги соотношение сил на рынке. Без этой сложной механики фондового оборота ценные бумаги легко подвергались бы влиянию стихийных и искусственных ветров, дующих на рынке. При таком положении вещей судьба государственного кредита была бы плачевна: утлой ладье охотней вверяют жизнь, чем кошелек.

Государственный кредит СССР до самого последнего времени развивается без надлежащей поддержки банков и фондовых бирж.

Наш банковский аппарат, уничтоженный революцией медленно строится заново. На 1 апреля 1922 г. у нас существовало только 2 банка (государственный и кооперативный) с 46 филиалами. На 1 апреля 1923 г.—44 кредитных учреждений с 250 филиалами, на 1 апреля 1924 г.—134 кредитных учрежд. с 631 филиалами и, наконец, на 1 апреля 1925 г.—206 кредитных учреждений с 860 филиалами.

Мы не располагаем полными данными о движении сумм всех сводных балансов наших кредитных учреждений. Однако, данных, приведенных в таблице № 14 достаточно, чтобы констатировать тенденцию—быстрый рост суммы балансов.

Наряду с ростом общей суммы баланса растет и сумма вкладов и текущих счетов—наши кредитные учреждения становятся резервуарами куда стекаются свободные средства, накопляющиеся в стране. Часть этих средств потенциально может быть использована для государственного кредита.

Роль кредитных учреждений в качестве аппарата поддерживающего государственный кредит СССР и содействующего размещению наших государственных займов, однако, и в настоящее время еще очень слаба.

Таблица № 14.

Движение сумм сводных балансов кредитных учреждений СССР и балансов Госбанка.

На какой срок	Число кред. учреж., вошедших в сводный баланс, кроме Госбанка.	По сводным балан. кред. учр. СССР, кроме Госбанка		По Госбанку		Примечания
		Сумма сводн. баланса	Сумма вкл. и тек. сч.	Сумма сводн. баланса.	Сумма вкл. и тек. сч.	
		В тысячах советских рублей.				В сводные балансы не включены балансы ломбардов.
На 1 октября 1922 г.	—	—	—	80.156	38.299	
„ 1 апреля 1923 г.	28 [1])	49.165	18.172	69.797	28 239	[1]) По кред. учр. РСФСР (местного значения) и по банкам общесоюзного значения.
		В тысячах червонных рублей				
На 1 октября 1923 г.	63 [2])	196.847	66.088	836.547	176.277	
„ 1 апреля 1924 г.	124	452.142	134.803	1.367.199	362.902	
„ 1 октября 1924 г.	164	803.459	262.377 [2])	1.618.834	343.936	[2]) По кредитным учрежден. РСФСР (местного знач.) включены данные на 1 сентября 1924 г.
„ 1 января 1925 г.	172	1.006.129	292.762	2.018.458	496.681	
„ 1 апреля 1925 г.	—	—	—	2.434.704	540.448	

Только с мая 1925 года банки начали фактически вести серьезные операции с государственными фондами. До этих пор даже в Госбанке эти операции носили совершенно случайный характер: в основе их лежало не здоровое коммерческое начало, а требования, продиктованные политической или обще-финансовой необходимостью. Остальные центральные банки ведут эти операции и сейчас в очень скромных размерах, почти исключительно в Москве. Участие обществ Взаимного Кредита в фондовом обороте ничтожно. Для подтверждения этого приведем следующие цифры [1]).

До войны, на 1 января 1914 г. ссуды и специальные текущие счета под обеспечение ценных бумаг составляли 4,4% баланса Госбанка. В Госбанке СССР они составили на май 1925 года лишь 0,2% его баланса. Если сложить сумму ссуд под ценные бумаги и стоимость собственного портфеля Госбанка до войны и сравнить эту сумму с соответствующей цифрой для Госбанка в настоящее время, то окажется, что эти суммы составляли на 1 января 1914 года—6,7% баланса, а на 1 апреля 1925 г.—2%.

Аналогичную картину дают и цифры, характеризующие работу с государственными фондами наших специальных банков. Если до войны портфель фондов и ссуды под фондовые бумаги акционерных банков равнялись 21,1% их баланса, то теперь эти операции составляют лишь 0,2%. Общества Взаимного Кредита вели операции с ценными бумагами в размере 12% своего баланса,—сейчас эти операции составляют совершенно ничтожную величину.

Итак, государственный кредит СССР до самого последнего времени развивался без надлежащей поддержки со стороны наших кредитных учреждений. Только в самые последние месяцы (начиная с апреля 1925 г.) в этом отношении замечается перелом, который не может быть еще выявлен в цифрах, но который несомненно скажется в ближайшем будущем.

Фондовые биржи.

Развитие государственного кредита без фондовой биржи невозможно, как невозможен товаро-денежный оборот, без товарного рынка. Фондовая биржа организует оборот с ценными бумагами, устанавливает на основании закона спроса и предложения расценку обращающихся ценных бумаг и подводит,

---

[1]) Цифры заимствованы из неопубликованного доклада Чл. Правл. Госбанка Г. М. Аркус, прочитанного на с'езде работников Госбанка в июне 1925 г.

Обороты Фондовых Отделов
(в миллионах

Годы.	Москва		Ленинград		Харьков		Киев	
	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда
За 1922—23 г.	48,0	1,2	12,4	0,5	0,6	—	—	—
„ 1923—24 г.	100,6	38.1	23,4	7,2	11,2	5,4	3,7	0,6
„ 1924—25 г. (за 7 мес. по 1 мая 1925 г.)	112,7	53,4	36,7	16,1	6,4	4,8	0,1	—
ИТОГО за время февраль 1922 г. по апрель 1925 г. .	261,3	92,6	72,5	23,8	18,2	10,2	3,8	0,6

Таблица № 15.

ирж (включая и вольные биржи).

р у б л е й).

Тифлис		Батум		Эривань		Владивосток		Ростов н/Дону		Баку		Всего	
Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда	Всего.	В том числе с госфонда
—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	61,0	1,7
3,9	0,01	0,5	0,01	0,01	—	—	—	0,01	—	0,4	—	144,4	51,3
1,3	—	0,4	—	—	—	0,01	—	—	—	—	—	157,6	74,3
5,2	0,01	0,9	0,01	0,01	—	0,01	—	0,01	—	0,4	—	363,0	127,3

Обороты Московской Фондовой и
(В миллио

Кварталы бюджетного года	На фондовой бирже	На вольной бирже	Итого
1	2	3	4
II-й—январь-март 1923 г.	0,9	—	0,9
III-й—апрель-июнь 1923 г.	23,8	—	23,8
IV-й—июль-сентябрь 1923 г.	23,3	—	23.3
I-й—октябрь-декабрь 1923 г.	31,2	—	31,2
II-й январь-март 1924 г.	14,2	29,2	43,4
III-й—апрель-июнь 1924 г.	9,9	1,7	11,6
IV-й—июль—сентябрь 1924 г.	10,8	3,6	14,4
I-й—октябрь-декабрь 1924 г.	32,1	10,7	42,8
II-й—январь-март 1925 г.	28,5	24,8	53,3

Обороты Ленинградской Фондовой
(В миллио

III-й—апрель-июнь 1923 г.	4,2	—	4,2
IV-й—июль-октябрь 1923 г.	8.2	—	8,2
I-й—октябрь-декабрь 1923 г.	6,4	2,6	9,0
II-й—январь-март 1924 г.	4,1	2,3	6,4
III-й—апрель-июнь 1924 г.	2,4	1,3	3,7
IV-й—июль-октябрь 1924 г.	3,2	1,1	4,3
I-й—октябрь-декабрь 1924 г. . . .	14,0	1,4	15,4
II-й—январь-март 1925 г.	12,9	2,4	15,3

Таблица № 16.

вольной (вечерней) биржи.

нах рублей).

В том числе с государственными займами.					
На фондовой бирже		На вольной бирже		Итого	
В абсолют. цифрах	В %% к гр. 2	В абсолют. цифрах	В %% к гр. 3	В абсолют. цифрах	В %% к гр. 4
5	6	7	8	9	10
—	—	—	—	—	—
0,6	24,2	—	—	0,6	24,4
0,6	25.4	—	—	0,6	25,4
10,7	34,4	—	—	10,7	34,4
4,0	28,5	5,7	19,6	9,7	19,4
4,3	42,9	1,7	100,0	6,0	51,5
8,1	74,6	3,5	100,0	11,6	80,9
14,6	45,7	3,3	30,8	17,9	42,0
7,8	27,3	16,7	67,6	24,5	46,1

и вольной (вечерней) биржи.

нах рублей).

0,1	3,3	—	—	0.1	3,3
0,3	4,1	—	—	0,3	4,1
0,8	12,7	0,3	12,2	1,1	12,6
0,7	17.7	0,4	19,9	1,1	18,5
1,4	59,9	0,7	56,2	2,1	58,2
2,2	70,5	0,5	44,9	2,7	63,9
5,1	36,3	0,6	46,5	5,7	37,2
4,6	35,3	2,1	85,1	6,7	43,4

таким образом, твердую базу под фондовые операции банков. Фондовая биржа обеспечивает ликвидность ценных бумаг, являясь вместе с тем, посредником при размещении займов на рынке.

Государственный кредит СССР до самого последнего времени развивался при отсутствии фондовой биржи.

Фондовые отделы товарных бирж были, правда, организованы в 1925 году (15 февраля 1923 г. в Москве, 5 мая—в Ленинграде). Они существуют сейчас в десяти крупнейших торгово-промышленных центрах Союза. Однако, обороты их ничтожны. Сколько-нибудь развитую деятельность проявляет лишь Московская и Ленинградская биржи. Обороты остальных бирж, как это видно из нижеследующей таблицы (№ 15), ничтожны; некоторые биржи существуют лишь номинально.

Круг организаций, допущенных в качестве членов фондовых отделов фактически ограничен: это государственные и кооперативные организации. Фондовый оборот частных организаций и лиц, в том числе и весь спекулятивный оборот, неизбежно составляющий значительную часть операций фондового рынка, сосредоточивается вне фондовых отделов на так называемых вечерних или (что точнее) вольных биржах. Эти последние получили свое легальное признание лишь к началу 1924 г. Несмотря на то, что фондовые, а затем и вольные биржи существуют и действуют на основании установленных законом норм и утвержденных уставов, фондовые сделки частных лиц и организаций носили до самого последнего времени полу-легальный характер. Действительная легализация фондовых операций происходит лишь в настоящее время (1925 год) на основе резолюции III С'езда Советов СССР: «С'езд Советов считает необходимым развивать политику, направленную к организации достаточно широкого рынка государственных фондовых ценностей (облигаций и т. д.)».

Одновременно НКФином внесен в СНК СССР законопроект, декларирующий свободу биржевого оборота, с инвалютой и ценными бумагами, а Налоговое Управление в циркулярном порядке нормирует торговлю ценными бумагами «как промысел», устанавливая для нее налоговые нормы и патенты. В продолжении всего предшествующего периода биржевой оборот находился под дамокловым мечом административных кар и гонений. Эта неустойчивость правового положения фондового оборота в полной мере отражается в цифрах, приводимых ниже в таблице № 16.

Мы видим прежде всего, что обороты наших крупнейших бирж с государственными займами очень не велики. Даже в первом квартале 1924—1925 г. они едва достигают (фондо-

вая и вольная биржа) в Москве 8 милл., а в Ленинграде—2 милл. в месяц. Обороты не устойчивы: они то развиваются, то внезапно обрываются. В этом значительную роль сыграла денежная реформа и выпадение из биржевой игры спекуляции с падающим совзнаком. однако, не последнюю роль играет и административное воздействие на биржевиков: производившиеся неоднократно массовые аресты их и высылки.

Перелом в отношении партийных и правительственных сфер к бирже совершается после проведения денежной реформы 1924 г. Если биржа до реформы орудовала, главным образом, с инвалютой и золотом, причем, ее работа в этой области ускоряла процесс падения совзнака и в конечном счете была направлена против Советской власти, то после проведения денежной реформы положение вещей изменилось коренным образом. Центр внимания биржевого оборота перемещается на гос. фонды и содействует укреплению их курса. Действительно, обороты с гос. займами составляют до апреля 1924 г. лишь незначительный процент всего биржевого оборота: в Москве от 19 до 34%, в Ленинграде от 3 до 18,5 (См. табл. № 16). С апреля 1924 г. они уже дают больше половины оборота бирж как в Москве, так и в Ленинграде и растут беспрерывно (в абсолютн. цифрах). Однако, и в марте 1925 г. они составляют в Москве лишь около 8 милл., а в Ленингрдаде—2 милл. в месяц. Эти цифры нельзя не признать чрезвычайно скромными даже для нынешнего состояния государственного кредита СССР. Если же мы исключим биржевой оборот с платежными обязательствами Центрокассы, вошедшими в биржевой оборот прежде и сильнее всех остальных наших ценных бумаг, то цифры, охватывающие обороты со всеми прочими займами, приводимые нами ниже (см. табл. № 17), окажутся совсем мизерными.

Эта таблица дает основание сделать следующий вывод: до октября 1924 г. облигации госзаймов были почти вне биржевого оборота, только с начала 1924—25 бюдж. года биржа начинает заинтересовываться государственными займами, которые с этих пор все в большей мере втягиваются в биржевой оборот.

Вглядываясь внимательно в только что приведенную нами таблицу биржевого оборота с облигациями государственных займов без платежных обязательств, мы видим чрезвычайную неустойчивость размера этого оборота в различные периоды и замечаем, что центр тяжести этого оборота находится то на фондовой бирже, то резко перемещается на вольную. Причину этих явлений следует искать в специфических особенностях нашей займовой политики.

Все выпущенные СССР займы вводились для котировки на биржу в период реализации. Исключением из этого правила является II выигр. заем, котировка которого началась лишь после прекращения его реализации (в порядке принудительного размещения) и краткосрочный внутренний заем 1925 г., который был введен на биржу по окончании подписки. Однако, котировка наших займов на фондовой бирже далеко не всегда была реальной ценой облигации. Напротив, котировка I выигрышного займа и платежных обязательств Центрокассы НКФ велась по номиналу в то время, как реальные сделки на эти бумаги производились по совершенно другой цене. Только 24 ноября 1924 года НКФ отказался от этой политики и перешел к реальным котировкам по всем своим займам. Естественно, что

Таблица № 17.

Обороты фондовых и вольных бирж с облигациями гос. займов (без платежных обязательств Центрокассы НКФ).

(В тысячах рублей).

Кварталы бюджетн. года	В Москве			В Ленинграде		
	Фондовая	Вольная	Итого	Фондовая	Вольная	Итого
1922—23 г.						
III-й кварт. .	116,2	—	116,2	64,8	—	64,8
IV-й „	211,9	—	211,9	35,2	—	35,2
1923—24 г.						
I-й кварт. .	2.208,8	—	2.208,8	180,5	226,3	406,8
II-й „ .	60,1	226,2	286,3	126,8	63,3	190,1
III-й „ .	—	149,6	149,6	1,7	94,5	96,2
IV-й „ .	—	2.773,0	2.773,0	3,5	277,8	281,3
1924—25 д.						
I-й кварт. .	2.268,9	4.248,8	6.517,7	383,9	496,2	880,1
II-й „ .	10.336,0	1.483,4	11.819,4	732,1	1.964,2	2.696.3

при котировках, не отражающих реальную цену облигации, сделки с ней на фондовой бирже не имели места. Правда, статистика Фондовой Биржи показывает и в период фиктивных котировок сделки с I выигрыш. займом, однако, нужно полагать, что эти сделки не обозначают реальной купли-продажи: их нужно считать статистическими, совершаемыми НКФ или Госбанком специально для котировального бюллетеня [1]).

В результате фондовая биржа производила операции преимущественно с нашими краткосрочными фондами (хлебные, крестьянский сахарный займы). Здесь ее роль значительней, чем вольной биржи. Напротив, в области займов долгосрочных, размещенных частично или целиком принудительно, биржевой оборот сосредотачивался почти полностью на вольной бирже. Только с ноября 1924 года (введение реальных котировок) все наши займы становятся об'ектом оборота как на фондовой, так и на вольной бирже (см. табл. № 18).

Итак, только к 1925 году на фондовом рынке складываются те предпосылки, ктоые необходимы для правильного функционирования и развития государственного кредита.

К этому же времени банки начинают операции с госзаймами. Фактически только с конца мая 1925 г. Госбанк, а вслед за ним и остальные банки вводят залогово-ссудные операции и онкольные счета под наши гос. фонды [2]).

Таким образом, до 1925 года наши государственные фонды представляли из себя весьма мало ликвидную ценность. Банки операций с ними не производили [3]), а продажа и покупка их могла быть реально осуществлена (по крайней мере для долгосрочных фондов) лишь на вольном рынке, под угрозой мер воздействия со стороны органов ГПУ и по курсу, устанавливаемому в результате спекулятивной игры ограниченного круга лиц, не подвергавшемуся воздействию банков и государства. Естественно, что эти курсы не могли быть благоприятны. Если мы не будем при этом упускать из виду принудительные методы реализации, применявшиеся к некоторым нашим займам, то станет понятно в результате каких обстоятельств госфонды СССР дошли до того чудовищно-низкого курса, данные о которых мы приведем ниже (см. стр. 59 и 62).

---

[1]) Положение с платежными обязательствами даже до реальной котировки их было иным. К этому вопросу мы вернемся ниже. См. стр. 75.

[2]) За исключением II-го выигрышного займа, банковские операции с которыми не начались до настоящего времени (июнь 1925 г.).

[3]) То обстоятельство, что Госбанк выдавал ссуды рабочим и служащим под облигации I выигр. займа по удостоверениям фаб.-зав. и местн. комитетов только подтверждает это положение.

Таблица № 18.

Московская и Ленинградская биржи.

	1922—23 г.			1923—24 г.			Октябрь 1924 г. по апрель 1925 г. включительно			Всего		
	Фонд.	Вол.	Итого	Фонд.	Вол.	Итого	Фонд.	Вольн.	Итого	Фонд.	Вольн.	Итого
II хлебный . . .	28,1	—	28,1	1.332,8	197,0	1.529,8	—	—	—	1.360,9	197,0	1.557,9
I выигрышный . .	400,3	—	400,3	1,7	147,9	149,6	3.496,8	3.493,3	6.990,1	3.538,8	3.641,2	7.180,0
II выигрышный. .	—	—	—	—	27,4	27,4	124,9	15577,1	15.702,0	124,9	15.604,5	15.729,4
Сах. заем и сертиф.	—	—	—	1.243,4	251,0	1.494,4	—	—	—	1.243,4	251,0	1.494,4
Крестьянский . . .	—	—	—	3,5	3.187,4	3.190,9	4.671,8	962,1	5.633,9	4.675,3	4.149,5	8.824,8
5% краткосрочн. .	—	—	—	—	—	—	800,2	514,8	1.315,0	800,2	514,8	1.315,0
Итого . . .	428,4	—	428,4	2.581,4	3.810,7	6.392,1	9.093,7	20.547,3	29.641,0	11,743,5	24.358,0	36.101,5

Правовые предпосылки.

В таком же медленном темпе, шаг за шагом создавались и правовые предпосылки, необходимые для существования государственного кредита. Естественно, что до тех пор, пока действовал закон от 27 апреля 1918 г. об отмене наследственного права и закон от 25 июля 1920 г., подвергающий конфискации всякие процентные и дивидендные бумаги, обнаруженные у частных лиц, и денежные суммы, если они превышали в 20 раз минимальную тарифную ставку,—до тех пор не могло быть и речи о легальном капиталонакоплении и, следовательно, о государственном кредите. Только гражданский кодекс РСФСР, введенный в действие с 1 января 1923 г., восстановил наследственное право на имущество до 10.000 рублей, а закон от 17 октября 1921 г. упорядочил и ограничил право конфискации и реквизиции.

В области фондового оборота декрет от 29 декабря 1917 г., запрещающий все сделки с фондами, был отменен законом о фондовой и биржевой торговле от 20 октября 1922 г. Свобода внебиржевого оборота с ценными бумагами установлена постановлением ЦИК и СНК СССР «о торговле фондовыми и валютными ценностями» от 17 июля 1925 года.

Наконец, только 16 января 1925 г. было отменено право из'ятия у всякого, хотя бы и добросовестного, держателя утраченных, или похищенных ценных бумаг.

Если учесть то обстоятельство, что судебная практика, в особенности в провинции, значительно отстает от законодательных норм и что административное воздействие в области фондового оборота часто продолжается вопреки вновь изданным правовым нормам, то нужно признать, что только к 1925 году создалась такая правовая обстановка, которая стимулирует, хотя бы в очень узких рамках, капитало-накопление и фондовый оборот.

Выводы.

После произведенного нами беглого анализа экономической и правовой обстановки, в которой протекали до сих пор государственные кредитные операции СССР, мы вправе прийти к выводу, что в народном хозяйстве страны до самого конца 1924 года отсутствовали предпосылки, необходимые для развития государственного кредита. Эти предпосылки создаются лишь к началу 1925 года.

Тем не менее, кредитные операции СССР развивались беспрерывно под властным давлением бюджетной необходимости, выливаясь в такие формы и проводимые такими методами, которые диктовались об'ективной обстановкой. Антиципационная форма для краткосрочных займов и лотерейная—

для долгосрочных, характеризуют важнейшие государственные кредитные операции СССР 1922—25 года по форме; принудительный способ размещения—окрашивает методы государственного кредита этого периода.

ГЛАВА IV.

Значение государственных кредитных операций в бюджете СССР.

Несмотря на скромность абсолютных цифр, которые характеризуют доходные поступления от кредитных операций, относительная роль их в бюджете значительна.

Таблица № 19.

Роль доходов от кредитных операций в бюджете [1]).

Кварталы бюджетного года	Общая сумма доход. по бюджету	В том числе по кредит. операц.	Процент. отношен. 2 к 1
	В милл. рубл.		
1922 г. (9 м. б.).	796,0	2,5	0,3
1922—23 б. г.			
1 квартал . . .	246,9	5,0	2,0
2 „ . .	348,0	12,4	3,6
3 „ . .	326,4	18,1	5,5
4 „ . .	383,4	51,6	13,5
Итого за 1922—23 бюд. год .	1.304,7	87,1	6,7
1923—24 б. г.			
1 квартал . .	423,5	65,4	15,4
2 „ . .	437,2	34.4	7.9
3 „ . .	461,1	51,7	11,2
4 „ . .	509,1	43,3	8,5
Итого за 1923—24 бюд. год .	1.833,9	194,8	10,6
1924—25 б. г. (по бюдж. плану)	2.478,5	141,0	5,7

[1]) За вычетом дохода от выпуска платежных обязательств Центрокассы НКФ СССР.

Рост доходов от кредитных операций.

Как видно из приведенной таблицы роль кредитных операций в доходной части девятимесячного бюджета 1922 года (январь-сентябрь 1922 года) еще очень не велика. Кредитные операции получают действительное развитие лишь в 1922—23 бюджетном году. Сумма доходных поступлений растет из квартала в квартал и достигает значительной величины.

В 1922—23 г. этот рост идет скачкообразно: доходные поступления от кредитных операций в каждом квартале превосходят в несколько раз доходные поступления предыдущего квартала—это начальный период, период младенческого роста кредитных операций Союза. В 1923—24 бюджетном году, кредитные операции дают уже более ровную, устойчивую цифру доходных поступлений, составляющую около 50 милл. рубл. в квартал [1]). Значение доходов от государственных кредитных операций растет не только абсолютно, но и относительно. Если они составляют в 1922—23 году лишь 6,7% общей суммы бюджета, то в 1923—24 г. кредитные операции дают уже 10,6% доходного бюджета.

Роль в покрытии бюджетных дефицитов.

Еще ярче выявляется значение кредитных операций, если мы проследим роль их в качестве средства покрытия бюджетного дефицита.

Дефициты революционных бюджетов 1917—1922 годов покрывались целиком за счет дохода от эмиссии.

Печатный станок был действительно опорой финансов революции и те восторженные и благодарственные посвящения, которые написаны русскими революционерами в честь печатного станка, вполне заслужены этим последним.

Однако, по мере того, как эпоха бури и натиска сменяется эпохой мирного хозяйственного строительства, печатный станок из опоры революции превращается в свою противоположность. Падающая валюта и эмиссионный налог, самый несправедливый из всех налогов, становятся главным препятствием хозяйственному возрождению страны. Отсутствие твердой валюты делает невозможным здоровый хозяйственный расчет и превращает всякую хозяйственную деятельность в спекулятивную игру с неизвестным результатом. Также неустойчив и государственный бюджет, построенный на зыбкой основе падающей валюты.

---

[1]) Для сравнения с суммой бюджета взяты доходные поступления от кредитных операций за вычетом дохода от выпуска платежных обязательств так как операции с платежными обязательствами, как кассовые, проходят вне бюджета.

Преодоление бюджетного дефицита без помощи эмиссии и полный отказ от нее становятся непременным условием, без которого невозможно ни здоровое хозяйственное строительство, ни устойчивые государственные финансы.

Мы указывали выше, что 9-ый С'езд Советов в конце 1921 года поставил перед Советским Правительством эту задачу с полной определенностью. При выполнении ее государственный кредит сыграл значительную роль, как об этом свидетельствует приводимая ниже таблица.

Таблица № 20.

Роль доходов от кредитных операций и эмиссии в покрытии бюджетного дефицита (в милл. руб.).

Бюджетн. года	Бюджетн. дефицит		Покрыто					
			Кредитн. операциями		Эмиссией		Из проч. источ. (доход от вып. мон., госфон. и пр.)	
1922 г. (9 мес.) . .	413,9	100%	2,5	0,6%	411,4	99,4%	—	—
1922—23 г.	487,6	100%	87,1	17,9%	394,1	80,8%	6,4	1,3%
1923—24 г.	417,4	100%	194,8	46,7%	185,1	44,3%	37,5	9,0%
1924—25 г.	244,0	100%	141,0	57,8%	—	—	103	42,0%

Эта таблица показывает прежде всего беспрерывное уменьшение, как абсолютной, так и относительной роли эмиссии в покрытии бюджетного дефицита.

Эмиссия сокращается из квартала в квартал и прекращается вовсе в 4-ом квартале 1923—24 бюдж. года. Эмиссия сокращается не только абсолютно, но и относительно. Бюджетный дефицит уменьшается, но сокращение эмиссии идет в значительно более быстром темпе: в 1-ом квартале 1922—23 года эмиссия покрывает еще почти весь дефицит (95,8%), в 3-ем квартале 1923—24 г.—менее половины дефицита (46,2% его). Это сокращение идет за счет дохода от кредитных операций в меру роста этих последних. Доход от кредитных операций как бы вытесняет доход от эмиссии, занимая его место.

Бюджетное и народно-хозяйственное значение этого факта очевидно. Развитие государственного кредита еще при наличии бюджетного дефицита открывает возможность идти быстрыми шагами по пути упорядочения денежного обращения, дает возможность приостановить выпуск советских знаков и, наконец, перейти на твердую валюту. В конечном счете

именно наличность дохода от кредитных операций приблизила денежную реформу и дала возможность осуществить ее еще в 1924 году. Как бы не казались несовершенными формы государственного кредита СССР и как бы ненормальны ни были методы их проведения, значение государственных займов в деле упорядочения государственного бюджета и установления твердой валюты очень велико и не может быть преуменьшено. Кредитные операции помогли сбалансировать бюджет и осуществить денежную реформу. Этот факт перевешивает все отрицательные черты, которые свойственны кредитным операциям 1922—25 года. В этом значение и самооправдание начального периода государственного кредита СССР.

ГЛАВА V.

Эволюция форм государственного кредита от натуральных займов к денежным.

Формы и характер кредитных операций определяются полностью той хозяйственной обстановкой, в которой они протекают. За 2½ года, в течение которых развиваются кредитные операции СССР, они перетерпели значительные изменения. Этому не приходится удивляться, памятуя, что эти годы были годами бурного строительства. Эволюция государственного кредита отражает эволюцию народно-хозяйственной жизни и ею обусловлена.

Основная линия эволюции наших кредитных операций идет от натуральных к денежным займам. Кредитные операции начинаются в 1922 году, когда «народное хозяйство еще на четыре пятых оставалось натуральным, а финансовое хозяйство было натуральным по крайней мере наполовину» [1]). Хлебные займы СССР обращались к крестьянскому населению, перешедшему целиком на натуральное безденежное хозяйство и к городскому населению, обеспечивающему себя не денежными, а натуральными запасами. Естественно, поэтому, что государственные займы должны были быть выпущены в натуральной валюте. К этому же обязывало и то обстоятельство, что наши первые займы были займами антиципационными. Они имели в виду те средства населения, которые предназначались для уплаты налога и должны были приблизить срок взноса этих сумм в государственную казну. Естественно, что имея в виду антиципировать поступления единого сельско-

[1]) Л. Юровский „На путях к денежной реформе“. Москва 1924 г. стр. 33.

хозяйственного налога, взимавшегося натурой (рожью), хлебный заем был выпущен в ржаной валюте.

Но кроме этих специфических советских условий, имела место общая для большинства Европейских стран причина, обусловившая появление займов в натуральных валютах. Действительно, не одна СССР, но целый ряд европейских государств прибегли к натуральной форме государственного кредита,—характерной для эпохи инфляции и падающей валюты. Страхование средств от обесценения является первой и основной задачей, которую должен разрешить всякий заем эпохи падающей валюты—заем, не разрешивший этой задачи, заранее обречен на неудачу. Эту задачу и разрешает натуральная валюта займов. Однако, между натуральными займами СССР и натуральными займами Западной Европы (ржаные займы Ангальта, Мекленбурга, города Инстербурга, сахарный заем Германии, угольные займы городов Бреславля, Мангейма и т. п.), имеется существенная разница. Займы Западной Европы были, как правило, натуральными только в смысле валютирования их, тогда как наши займы не только выпущены в натуральной валюте, но и погашались натурой. Например, германский сахарный заем был выпущен в сахарной валюте, но погашался деньгами. Стоимость сахара определяла лишь размер денежного погашения. Наш сахарный заем, как и остальные наши натуральные займы, является подлинно натуральным—он не только валютирован, но и погашен натурой—сахаром-рафинадом. Таким образом, наши натуральные займы не только страховали вложенные в них средства от обесценения, но и обеспечивали потребительские хозяйства подписчиков предметами потребления в натуре.

Итак, первые кредитные операции СССР были натуральными. По мере того, как денатурализовались наше хозяйство и наш бюджет, по мере того, как курс на нуллификацию денег сменялся мероприятиями, направленными к упорядочению и укреплению финансов и денежного обращения СССР—натуральные займы отходят на второй план.

Уже в конце 1922 года в торговом обороте появляется и завоевывает все в большей и большей степени права гражданственности золотое исчисление. Золотая валюта постепенно снова становится мерилом ценности. Этим немедленно пользуется государство для своих кредитных операций. Выигрышный 6% заем, выпущенный в октябре 1922 г., является золотым займом—он выпущен в золотой валюте.

Эволюция кредитных операций СССР от натуральных к денежным выявляется с полной ясностью в помещаемой ниже таблице (см. таблицу № 21), которая показывает, что наши кре-

Таблица № 21.

Займы натуральные и денежные.

Кварталы и бюджеты	Займы					
	Натуральн.		Денежные		Итого	
	В черв. руб.	В %%	В черв. руб.	В %%	В черв. руб.	%%
1921—22 бюдж. г.						
IV квартал	2,51	100,0	—	—	2,51	100,0
1922—23 бюдж. г.						
I квартал	5,04	100,0	—	—	5,04	100,0
II „	0,11	0,7	15,47	99,3	15,58	100,0
III „	13,95	36,5	24,25	63,5	38,20	100,0
IV „	23,31	29,7	55,28	70,3	78,59	100,0
Итого за 1922—23 г.	42,41	30,9	95,0	69,1	137,41	100,0
1923—24 бюдж. г.						
I квартал	19,64	17,0	95,69	83.0	115,33	100,0
II „	1,70	1,8	93,74	98,2	95,44	100,0
III „	0,05	0,1	85,23	99,9	85,28	100,0
IV „	—	—	90,76	100,0	90,76	100,0
Итого за 1923—24 г.	21,39	5,5	365,42	94,5	386,81	100,0
1924—25 бюдж. г.						
I квартал	—	—	61,80	100,0	61.80	100,0
II „	—	—	60,01	100,0	60,01	100,0
Итого за 1 полугод. 1924—25 г.	—	—	121,81	100,0	121,81	100,0
Всего за время: июль 1922 года апрель 1925 г.	66,31	10,2	582,23	89,8	648.54	100,0

дитные операции за $2\frac{1}{2}$ года совершили полный круг эволюции от натуральной к денежной форме. Если в 1922 году и в 1-ом квартале 1922—1923 бюдж. года натуральные займы давали все 100% доходных поступлений от государственного кредита, то во II-ом полугодии 1923—24 г. все 100% дохода от государственного кредита составляют доходы от денежных займов.

Сахарный заем является последним натуральным займом СССР. К этой архаической форме кредитных операций, вызванной дезорганизацией народного хозяйства эпохи инфляции и падающей валюты, СССР не вернется более.

ГЛАВА VI.

Краткосрочный и долгосрочный государственный кредит СССР.

В ряду кредитных операций, осуществленных Советским Правительством имеются как краткосрочные, так и долгосрочные займы. В приводимой ниже таблице сгруппированы данные о доходных поступлениях от краткосрочных операций отдельно от долгосрочных (см. табл. № 22). Мы видим, что как по количеству займов, так и по полученной сумме краткосрочные операции доминируют в системе нашего государственного кредита. В печати делались попытки доказать, что государственный кредит СССР развивается планомерно от краткосрочного к долгосрочному кредиту. Приводимые данные показывают, что для таких утверждений нет никаких оснований. Удельный вес долгосрочного кредита в общей сумме доходных поступлений от реализации займов дает очень значительные колебания по отдельным периодам—однако, эти колебания не обнаруживают никакой закономерной эволюции.

Помимо этого было бы теоретически неправильно сопоставлять наши краткосрочные и долгосрочные операции и делать на основании этих сопоставлений какие-либо выводы о системе государственного кредита, его эволюции и о состоянии рынка капиталов СССР. Достаточно беглого взгляда на таблицу (№ 22), чтобы заметить, что деление наших кредитных операций на долгосрочные и краткосрочные совпадает полностью с делением на займы, размещенные (полностью или частично) принудительно и на добровольные займы: все долгосрочные займы размещались принудительно. Поскольку принудительно размещаемые займы, являются займами лишь условно, постольку, их нужно рассматривать особо, отнюдь не распространяя выводы, сделанные из этого рассмотрения на всю систему государственного кредита.

Конечно, то обстоятельство, что все наши долгосрочные займы размещены принудительно, отнюдь не случайно. В той исключительно неблагоприятной обстановке, в которой развивался государственный кредит СССР до настоящего времени и при отсутствии ликвидности наших фондов, о которой мы говорили выше, не могло быть и речи о долгосрочном кредите. Попытки его получения неизбежно должны были закончиться неудачей и всякий долгосрочный заем превращался силою вещей в заем принудительный.

Таким образом при изучении государственного кредита СССР нужно рассмотреть особо группу долгосрочных займов, размещенных принудительно, как систему чрезвычайных методов финансирования революции и систему государственного кредита в собственном смысле, состоящую из ряда краткосрочных кредитных операций [1]).

В связи с новым курсом государственного кредита, провозглашенного в начале 1925 г., не трудно предсказать, что в ближайший период доходные поступления от долгосрочных займов составят значительно меньшие суммы, чем это было до сих пор и что государственный кредит СССР, если говорить о займах, реально размещаемых на рынке, станет почти целиком кредитом краткосрочным.

Отказ от принудительных займов и переход к кредитным операциям, ориентирующимся на добровольное размещение на рынке, обозначает, что будущие кредитные операции СССР бу-

---

[1]) Здесь, однако, необходимо ввести существенную оговорку. Принудительные методы в течение прошедших 3-ех лет применялись не только при размещении долгосрочных займов, но они окрашивают в более или менее густые тона всю систему гос. кредита. Действительно, методы реализации всех займов периода до 1925 года в той или другой стадии процесса размещения носят на себе черты принудительности. Например, хлебные и крестьянский заем (реализация 1924 г.) размещались в деревне как правило добровольно, но облигации этих займов выдавались зачастую Госбанком в счет открываемых хозорганам кредитов, при чем согласие на это хоз. органов было в значительной мере вынужденным. Платежные обязательства выдавались НКФином в оплату бюджетных ассигнований, при чем и здесь согласие получателя кредитов было лишь формальным и вынужденным. В результате создалась довольно сложная гамма добровольной принудительности. Тем не менее грань между долгосрочными займами, размещение которых производилось на основании определенного законодательного акта, устанавливавшего и долю участия данного лица или организаций в займе и займами краткосрочными, достаточно резко очерчена. Краткосрочные займы по своим условиям соответствовали требованиям рынка и давали тем слоям населения, для которых они выпускались, определенные и достаточно реальные выгоды. Поэтому, конечные держатели краткосрочных займов приобретали их, как правило, добровольно: принудительность применялась здесь лишь к посредникам с целью ускорить процесс продвижения облигаций до их дестинатора. С этой оговоркой основное деление, проведенное в тексте остается в общем правильным.

Доходные поступления от реализации госзаймов СССР

Кварталы бюдж. года	Краткосрочные						
	1 Хлебный	2 Хлебный	Сахарный	Трансп. сертификаты	Платежн. обязател. ЦКассы	Крестьян.	5% краткосрочный
	В миллионах рублей						
	1	2	3	4	5	6	7
1922 бюджетн. год							
IV квартал	2,51	—	—	—	—	—	—
1922—23 бюдж. год							
I квартал	5,04	—	—	—	—	—	—
II „	0,11	—	—	—	3,25	—	—
III „	—	13,95	—	—	20,08	—	—
IV „	—	23,31	—	0,25	27,01	—	—
Итого за 1922—23 б. г.	5,15	37,26	—	0,25	50,34	—	—
1923—24 бюдж. год							
I квартал	—	10,18	9,46	9,33	49,96	—	—
II „	—	0,26	1,44	12,64	61,01	—	—
III „	—	0,05	—	1,78	33,56	23,44	—
IV „	—	—	—	—	47,49	16.26	—
Итого за 1923—24 б. г.	—	10,49	10,90	23,75	192,02	39 70	—
1924—25 бюдж. год							
I квартал	—	—	—	—	27,88	2,16	—
II „	—	—	—	—	32,66	0,36	7,8
Итого за 1-е полугодие 1924—25 б. г.	—	—	—	—	60,54	2.52	7,8
Итого за время: июль 1922 г.—апр. 1925 г.	7,66	47,75	10,90	24,0	302,90	42,22	7,8

Таблица № 22.

с июля 1922 г. по апрель 1925 г. (в миллион. рубл.).

займы		Долгосрочные займы						
Итого по краткосрочным		1 выигрыш.	2 выигрыш.	8% внутр.	Итого по долгосрочным		Всего	
В милл. руб.	В %% к общ. сум. доходн. поступл.	В миллионах рублей				В %% к общ. сум. доходн. поступл.	В милл. руб.	В %%
8		9	10	11	12		13	
2,51	100	—	—	—	—	—	2,51	100
5,04	100	—	—	—	—	—	5,04	100
3,36	21,6	12,22	—	—	12,22	78,4	15,58	100
34,03	89,1	4,17	—	—	4,17	10,9	38,20	100
50,57	64,	28,02	—	—	28,02	35,7	78,59	100
93,0	67,7	44,41	—	—	44,41	32,3	137,41	100
78,93	68,4	36,40	—	—	36,40	31,6	115,33	100
75,35	79,0	15,12	—	4,97	20,09	21,0	95,44	100
58,83	69,0	—	13,51	12,94	26,45	31,0	85,28	100
63,75	70,2	—	19,15	7,86	27,01	29,8	90,76	100
276,86	71,6	51,52	32,66	25,77	109,95	28,4	386,81	100
30,04	48,6	—	22,04	9,72	31,76	51,4	61,80	100
40,82	68,0	—	11,83	7,36	19,19	32,0	60,01	100
70,86	58,1	—	33,87	17,08	50,95	41,9	121,81	100
443,23	68,3	95,93	66,53	42,86	205,31	31,7	648,54	100

дут соответствовать состоянию денежного рынка и условиям пред'являемым этим последним. Из этого следует, что государственные займы ближайшего будущего будут краткосрочными. В дальнейшем срок их будет постепенно удлиняться. Нужно полагать, что с 1925 г. начнется действительная эволюция нашего государственного кредита от краткосрочного к долгосрочному и что эта эволюция будет совершаться шаг за шагом в меру развития народного хозяйства и роста благосостояния широких масс населения.

Группа долгосрочных займов СССР не многочисленна. Мы относим к ней только 3 займа: I и II выигрышные и 8% золотой заем. Формально крестьянский заем должен был бы быть отнесен к этой же группе, так как он выпущен на 2½ года, т.-е. на срок, который при наших условиях делает его формально долгосрочным. Однако, фактически крестьянский заем является краткосрочным, так как он имеет податное обеспечение и подавляющая масса его облигаций возвращается в кассы НКФ в том же году.

ГЛАВА VII.

Долгосрочные займы СССР.

1. 8% золотой заем.

Задачи и причины выпуска займа.

8% золотой заем стоит особняком от остальных займов. Его облигации размещаются исключительно среди юридических лиц, они не находятся в обращении и не котируются ни на официальной, ни на вольной бирже. Выпуск 8% займа диктовался не только интересами государственного кредита, но и более широкими задачами оздоровления балансов наших государственных, промышленных и торговых предприятий. Государственная власть дореволюционной России, как и довоенная и современная практика большинства Западно-Европейских государств, стремится обеспечить неприкосновенность и ликвидность резервных капиталов хозяйственных организаций. С этой целью эти последние обязывались законом или соответствующими параграфами их уставов хранить свои резервные капиталы вне оборота, помещая таковые в облигации государственных или гарантированных государством займов. Наши тресты и синдикаты, фактически не делали никакого различия между капиталами резервного назначения и оборотными средствами, помещая как те, так и другие в товары. Естественно, что при таком положении вещей резерв-

ные капиталы утрачивали свое значение: в моменты кризиса сбыта товаров, т.-е., именно тогда, когда хозяйственная организация вынуждена прибегнуть к своим резервам, резервные капиталы, помещенные в товары, не могут быть ликвидированы и не смогут выполнить своей «резервной» функции. Постановление ЦИК и СНК от 7 марта 1924 г. обязало государственные предприятия, состоящие на хозрасчете, хранить свои капиталы резервного назначения в облигациях государственных займов, список которых периодически публикуется НКФ. Однако, существовавшие государственные займы были мало пригодны для указанной цели, в силу следующих обстоятельств. Для помещения резервных капиталов нужна долгосрочная бумага. Таким образом, государственные предприятия вынуждены были бы держать свои резервы в облигациях выигрышных займов. Между тем доход, приносимый этими займами, составляется из твердого дохода (проценты), выплачиваемого по купонам, и выигрыша—дохода, стоящего в полной зависимости от случая. Резервные капиталы должны быть помещены таким образом, чтобы обеспечить не только их сохранность, но и самовозростание, благодаря верному и твердому доходу. Таким образом выигрышные займы по своей природе мало пригодны для хранения резервных капиталов. Кроме того, курсовая стоимость выигрышных займов была до сих пор крайне низка и неустойчива. Реализация их производилась по номиналу; так же по номиналу, до самого последнего времени, котировался выигрышный заем на фондовой бирже. Оценка облигаций выигрышного займа в балансах хозорганов могла быть произведена лишь по официальной котировке. Это обстоятельство привело бы неизбежно к убыткам при реализации облигаций на рынке и к уменьшению резервного капитала, числящегося на балансе.

Все эти обстоятельства побудили правительство СССР выпустить специальный 8% золотой внутренний заем, в облигации которого и должны, согласно периодическим об'явлениям НКФина, помещаться резервные капиталы государственных хозяйственных организаций. Облигации этого займа во избежание колеблющегося или неблагоприятного курса не котируются на бирже и фактически не находятся в обращении. Ликвидность их обеспечена пунктом 4-ым постановления ЦИК и СНК от 7 марта 1924 г., который обязывает НКФ СССР досрочно выкупить облигации 8% займа в тех случаях, когда финансовое положение хозоргана—владельца облигаций требует израсходования той части резервов, которые помещены в заем. Установленная законом обязанность хранить в облига-

циях государственных займов резервы государственных хозяйственных организаций вызывает на практике упорное сопротивление, в особенности со стороны органов ВСНХ. При рассмотрении этого вопроса, однако, надо различать две стороны дела: 1) Целесообразно ли обязывать хоз. организации помещать свои резервные капиталы в облигации государственных займов?

2) Правильно ли в этих целях создавать специальный заем не обращающийся на рынке?

Целесообразно ли обязательное хранение резервов и государственных фондах?

Мы указывали уже выше, что обязательное помещение некоторых категорий капиталов в государственные фонды практиковалось и практикуется большинством Европейских государств. «Рынок обязательного помещения играет» по свидетельству М. И. Боголепова [1]) «в странах Зап. Европы, весьма существенную роль в деле реализации государственных займов». Внутренний государственный кредит царской России лишь в незначительной доле опирался на частных держателей. Капиталисты, а вслед за ними буржуазия дореволюционной России предпочитали помещать свои капиталы в сулящие более значительные выгоды акции промышленных предприятий. Облигации госзаймов находились главным образом в руках юридических лиц. При огосударствлении промышленности и торговли, произведенной октябрьской революцией, значение юридических лиц—держателей займа стало особенно значительным. Внутренний государственный кредит не может ориентироваться в Советском Союзе на частный капитал. Перспективы его зиждятся целиком на мелких сбережениях широких масс населения, с одной стороны, и на резервах и временно свободных средствах государственных и общественно-хозяйственных предприятий, с другой. Поэтому вряд ли можно принципиально возражать против вмешательства государственной власти с целью стимулировать участие государственных предприятий в государственном кредите. Нужно напротив считать, что постановление ЦИК и СНК от 7 марта 1924 г. не достаточно широко. Нет никаких оснований освобождать кооперативные, коммунальные организации и разного рода смешанные общества и акционерные компании от обязательного хранения своих резервов в государственных фондах. С точки зрения интересов государственного кредита, как и с точки зрения правильного использования резервов, согласно их назначению, целесообразно распространить обя-

[1]) „Гос. займы и народн. сбережения". „Экономич. обозрение", февраль 1925 г., стр. 11.

зательное хранение резервных капиталов в государственных ценных бумагах на все предприятия, обязанные публичной отчетностью.

Возражения, исходящие из среды хозяйственников, сводятся к тому, что оборотные средства хозорганов далеко не достаточны и что нецелесообразно ослаблять их еще более, изымая из оборота резервные капиталы. Эти соображения нам кажутся мало убедительными. Если резервные капиталы нужны, тогда они должны быть приведены в такое состояние, чтобы выполнять в минуту кризиса предприятия свои резервные функции. Иначе резервные капиталы не нужны вовсе. Резервы, помещенные в обороте есть фикция, которая не может быть оправдана никакой фразеологией.

Однако, в области нормирования целевого использования резервных капиталов действующее законодательство требует коренного пересмотра. Согласно действующему положению о трестах, резервные капиталы служат для двух противоположных целей—для расширения предприятий и для покрытия могущих произойти убытков.

Это положение не оправдываемое ни практическими, ни теоретическими соображениями, должно быть возможно скорее изменено. Резервные капиталы должны служить только для одной цели—покрытия убытков. В связи с этим должен быть пересмотрен вопрос о том, в каком размере должны производиться отчисления в резервные капиталы из прибыли (20%-ое отчисление, может быть, окажется слишком высоким); вместе с тем, резервные капиталы целиком (все 100%) должны быть из'яты из оборотов и помещены в государственные или гарантированные государством фонды.

Почему 8% заем не обращается на рынке и последствия этого.

Переходя к рассмотрению второго поставленного нами вопроса, нужно признать прежде всего, что то обстоятельство, что фактически хозорганы обязаны помещать свои резервы исключительно в облигации 8% золотого займа, размещаемого только в этом порядке, вызывает ряд значительных неудобств. Такое положение вещей является излишне стеснительным для хозорганов, которые лишены выбора между ценными бумагами, в которые они вынуждены помещать свои резервные капиталы и которые фактически лишены возможности реализовать облигации 8%-го займа путем продажи на бирже. Вместе с тем и государство может оказаться в трудном положении перед лицом неожиданных и значительных требований на досрочный выкуп облигаций 8% займа.

Обычно резервы помещаются в один из займов, обращающийся на рынке, держателями которого являются различные

физические и юридические лица, приобретающие заем не только по обязанности, но и по доброму желанию.

Необычная русская практика обусловлена тем, что при существующем, в настоящее время, состоянии рынка капиталов, долгосрочная кредитная бумага не может найти добровольного держателя вовсе или же найдет такового, при условии чрезвычайно высокого, неприемлемого для государства, процента. При таком положении вещей, из'ятие облигаций 8% займа из оборота и размещение его исключительно среди предприятий, приобретающих его по обязанности, для помещения своих резервов, является неизбежным и единственно возможным выходом из создавшегося положения. Если бы НКФ изменил свою политику в этом вопросе и превратил бы облигации 8% займа в курсовую бумагу, то немедленно, вслед за этим, курсовая стоимость облигаций упала бы значительно ниже номинала (до уровня, обеспечивающего держателям средне рыночный процент). Это вызвало бы необходимость переоценить, приобретенные по выпускной цене НКФ (97%), облигации, согласно биржевой котировке и привело бы к уменьшению балансовой суммы резервных капиталов. Вот почему существующее положение вещей должно быть по необходимости сохранено до тех пор, пока не изменятся об'ективные условия долгосрочного кредита и пока на рынке ценных бумаг не будут обращаться по достаточно устойчивому курсу облигации, пригодные для долгосрочного помещения капиталов и дающие твердый обеспеченный доход.

Таким образом, мы можем наметить следующие положения, которые с нашей точки зрения определяют дальнейшее развитие государственного кредита, в той части, которая связана с резервными капиталами хозяйственных организаций.

1. Обязанность помещать резервы хозяйственных организаций в облигации государственных займов должна быть сохранена и распространена в законодательном или в уставном порядке на все предприятия, обязанные публичной отчетностью.

2. По мере того, как будут создаваться об'ективные условия для долгосрочного кредита и по мере того, как биржа установит благоприятный и устойчивый курс для облигаций долгосрочных займов,—по мере этого НКФ должен расширять список займов, в облигации которых могут быть помещаемы резервные капиталы. Наряду с этим, при необходимости ликвидировать часть резервов, помещенных в ценные бумаги, хозяйственные организации получат возможность ликвидации их на рынке, не прибегая для этого к помощи государства.

3. При наступлении этих об'ективных условий, существующая практика выпуска специальных займов, размещаемых исключительно среди хозяйственных организаций, обязанных приобретать их для помещения своих резервных капиталов, станет нецелесообразной и должна быть ликвидирована.

Заканчивая обзор 8% золотого займа, необходимо поставить вопрос о том, можно ли считать этот заем принудительным.

Является ли 8%-ный заем принудительным займом.

То обстоятельство, что законодательная власть обязывает те или другие организации держать свои капиталы, имеющие специальное назначение, вне торгового оборота и помещать их в те или другие облигации государственных займов, не превращает, понятно, эти займы в принудительные. Нельзя считать государственную ренту Франции принудительным займом, на том основании, что акционерные компании Франции обязаны держать, согласно новейшему законодательству, 10% своих резервов в облигациях ренты. Если бы НКФ СССР расширил список ценных бумаг, в которые должны быть помещаемы резервы наших хозорганов и включил бы в этот список все существующие государственные займы СССР, то никому, вероятно, не пришло бы в голову утверждать на этом основании, что все государственные займы СССР принудительны.

С точки зрения правильной классификации, необходимо всячески избегать смешения под одним наименованием различных явлений. Принудительным займом теория государственного кредита называет заем, который размещается среди населения и который граждане обязаны приобретать в определенной сумме, размер которой устанавливается законом и стоит в прямой зависимости от платежеспособности приобретателя. Принудительный заем есть чрезвычайная мера, применяемая государством для привлечения в казну средств, необходимых для того, чтобы предотвратить финансовую катастрофу или ликвидировать тяжкие финансовые последствия войны или революции. Принудительный заем есть широкое мероприятие, охватывающее все состоятельное население страны и имеющее целью из'ять в государственную казну определенную часть доходов и капиталов граждан. При этом государство из'емлет не только свободные средства населения, но и те капиталы, которые уже фактически вовлечены или были бы обращены в производительное назначение. В этом заключается сила этого финансового мероприятия, его способность дать значительные средства, которые не могли бы быть получены другим путем. В этом, вместе с тем,

и его слабость—принудительный заем всегда тяжело отражается на экономическом развитии страны.

Совершенно другое явление перед нами в том случае, когда государство обязывает те или другие хозяйственные организации помещать свои резервы в облигации государственных займов. Это мероприятие не обращается к широким слоям населения, а лишь к узкому кругу юридических лиц. Оно имеет ввиду, главным образом, обеспечить правильное использование капиталов хозяйственных предприятий и не стоит принципиально ни в какой связи с тяжелым положением государственных финансов. Наконец, обязывая хозяйственные органы помещать свои резервы в государственные займы, государство берет те капиталы, которые по своему назначению предназначены находиться вне хозяйственного оборота. Таким образом, то обстоятельство,что 8% заем фактически размещается среди хозяйственных организаций, обязанных помещать в него свои резервные капиталы, не делает этот заем принудительным. Правда, 8% заем имеет своеобразные черты: его доходность не соответствует существующему, в данное время, состоянию денежного рынка и облигации его, поэтому, находятся вне биржевого оборота. Это заем sui generis, который, не являсь принудительным, стоит, вместе с тем, особняком от прочих государственных займов СССР.

2. 1-ый выигрышный заем.

Задачи займа.

Первый выигрышный заем был выпущен как добровольный. Задача его формулирована НКФином в его обя'снительной записке к проекту постановления ЦИК и СНК, как задача укрепления финансового положения государства и предоставления населению выгодного средства для помещения своих сбережений. Реализация займа велась путем индивидуальной и коллективной подписки. К работе были привлечены не только финансовые и кредитные органы, но и кооперативные, коммунальные, почтово-телеграфные организации. Была поставлена чрезвычайно широкая агитационная кампания, проводившаяся особенно интенсивно по партийной и профессиональной линии. Основным лозунгом агитационной кампании был призыв помочь Рабоче-Крестьянскому Правительству в его работе по восстановлению народного хозяйства, по укреплению финансов и упорядочению денежного обращения страны.

Агитация указывала на заинтересованность всего населения в успешности этой работы правительства—подчеркивалась непосредственная связь между общим и частным интересом и

политическое значение займа, как займа защиты революции. Часть средств, реализованных от займа, была передана в долгосрочную ссуду городам на коммунальное строительство. В связи с этим велась агитация на почве конкретной заинтересованности населения данного города, в производстве определенных детально разработанных строительных планов.

Наряду с этим, плакаты и статьи, указывали на выгодность помещения сбережений в облигации займа,—на доход, приносимый займом, на шансы выигрыша на страхование средств от обесценения и проч. Целый ряд мероприятий стремился усилить заманчивость займа, путем увеличения его выгод (выплата выигрыша в червонцах по курсу дня выплаты, тиражирование не всего займа, а лишь реализованных серий, бесплатное хранение облигаций, увеличение числа тиражей, вторичное разыгрывание стотысячного выигрыша, павшего на облигацию, принадлежащую НКФину и пр.).

Самый заем был построен таким образом, что хотя он и давал процентный доход значительно ниже существовавшего в то время на спекулятивном рынке, но представлял его держателям ряд реальных выгод. Он прежде всего страховал вложенные в заем деньги от обесценения, так как был выпущен в золотой валюте, затем он давал значительный шанс на крупные выигрыши и, наконец, облигациям его было присвоено ряд налоговых льгот.

Вопросы классификации займа.

Указанные особенности 1-го выигрышного займа и методы его реализации носят все черты займов, которые теория государственного кредита относит к группе добровольных патриотических займов. Давая теоретическое определение «патриотических займов» [1]) Г. Жез указывает, что государство, при наличии исключительных обстоятельств (война, национальный кризис и пр.) выпускает заем, давая его держателям лишь незначительные коммерческие выгоды. Призывая граждан к подписке, государство указывает на тяжелое положение государства. Подписавшийся на заем, во-первых, выполнит свой гражданский долг, отвечая на призыв своего государства, находящегося в опасности и, во-вторых, сделает выгодное дело. Правильно понятые выгоды каждого гражданина заставляют его быть активным, чтобы не допустить неблагоприятных явлений (финансовое расстройство, обще-экономический кризис и проч.), кото-

[1]) Слово „патриотический“ ассоциируется в нашем представлении с империалистическими войнами и имеет известную окраску, делающую его не применимым к советской действительности. Однако, мы сохраняем термин „патриотические займы“, так как это термин теории государственного кредита, имеющий (вне связи с его политическим содержанием), совершенно определенное значение в классификации государственных займов.

рые неизбежно повлияли бы на его частные имущественные интересы. «Участие в добровольном патриотическом займе, есть страховая премия, уплачиваемая капиталистом» [2]). То обстоятельство, что Советское Правительство обращалось не к состоятельным слоям населения, а к рабочим и служащим, не изменяет природы займа. Это заем самообороны революции.

Превращене 1-го выигрышного займа в принудительный. В сентябре 1923 г. СНК рядом законодательных актов превратил I выигрышный заем из добровольного в принудительный, обязав нетрудовые слои населения приобретать облигации займа в установленном законом количестве.

В истории государственного кредита мы находим аналогичное превращение добровольного «патриотического займа» в принудительный, во Франции. В 1789 году был выпущен патриотический заем. Через некоторое время обнаружилось, что займу грозит неудача. «Каждому гражданину», говорит Тэн [1]) «было предоставлено самому определить долю своего участия в займе по совести. Через 6 месяцев обнаружилось, что совесть слишком растяжима». В 1790 г. национальное собрание декретировало превращение добровольного займа в принудительный.

Аналогичный ход вещей мы наблюдаем в отношении 1-го выигрышного займа СССР. Добровольный метод размещения, во-первых, не дал достаточных для государственного бюджета сумм, а во-вторых, реализация этих сумм происходила почти исключительно среди трудовых слоев населения.

Здесь необходимо указать, что понятие «добровольной» реализации требует некоторых оговорок. На подписчиков производилось довольно энергичное давление как со стороны организаций, проводящих реализацию и заинтересованных в ее результатах (организации, закупившие облигации по твердым договорам или получившие их в счет открываемых им кредитов), так и со стороны профессиональных и партийных организаций. Значительная часть реализации прошла в порядке коллективной подписки. Обычно, на общем собрании служащих или рабочих ставился доклад о финансовом положении страны и о значении выигрышного займа. Вслед за этим, собрание принимало большинством голосов решение, о том, что каждый член коллектива подписывается на заем в известной сумме, стоящей в зависимости от его заработной платы. Формально подписка осталась добровольной, так как юридически не обуславливалась никакими законодательными нормами.

---

[2]) G. Jège. Cours de science des finances et de l'egislation finnancieére française. Teorie generale du credit Public. Paris 1922, стр. 457.

[3]) Taine „Les origines de la France contemporaine". Ч. 1, стр. 360.

Фактически, профессиональная дисциплина делала ее совершенно обязательной для всех служащих и рабочих. Подписка осуществлялась путем вычетов из заработной платы. В августе 1923 г. ВЦСПС об'единил разнообразную практику фабр. и месткомов, установив в своем воззвании (от 24 августа 1923 г.) определенные нормы коллективной подписки и обязав в порядке профессиональной дисциплины всех членов профсоюзов производить ее ежемесячно.

Насколько неясны грани, отделяющие добровольную подписку в порядке профессиональной дисциплины от обязательной в законодательном порядке, видно из следующего. Постановление СТО от 3 сентября 1923 г., санкционировав нормы коллективной подписки, установленные ВЦСПС, фактически превратило их в обязательные по закону. Действительно, п. 2 постановления обязывает НКФ ограничить «выдачу госучреждениям и предприятиям облигаций займа в счет причитающихся им от государства платежей суммами, которые могут быть действительно размещены в порядке коллективной подписки занятых в них рабочих и служащих». П.п. 4 и 5 постановления обязывает все (государственные, коммунальные, кооперативные и частные) предприятия приобретать в кассах НКФ облигации займа для удовлетворения коллективной подписки по нормам ВЦСПС, и дает право кредитным учреждениям при выдаче ссуд по кредитам выдавать соответственную часть их облигациями займа. Наконец, прекращение коллективной подписки в порядке профессиональной дисциплины, проведено не в профессиональном порядке, а законом:—постановлением СТО от 29 декабря 1923 г. о прекращении с 1 января 1923 г. выдачи облигаций I выигрышного займа в счет заработной платы.

Постановления СТО от 3 и 7 сентября 1923 г. и СНК СССР от 4 и 18 сентября 1923 г. и 19 февраля 1924 г. превратили I выигрышный заем из добровольного «патриотического» займа в принудительный. Мотивы этих законодательных актов как финансового, так и социально-политического порядка. С одной стороны, необходимо было в силу бюджетных требований усилить поступления от реализации займа. С другой стороны казалось совершенно недопустимым, как с моральной, так и с классовой точки зрения, чтобы всю тяжесть жертвы, которую требовало государство от своих граждан, несли наименее платежеспособные трудовые слои населения в то время, как состоятельная буржуазия, созданная НЭП'ом, не принимала бы в этом участия.

Вступительная часть постановления СНК СССР от 4 сентября 1923 г. гласит: «В то время как рабочий класс, путем коллективной подписки принимает деятельное участие в разме-

щении государственного 6% выигрышного займа, участие в подписке на заем нетрудового населения далеко не соответствует тем средствам, которые в настоящее время сосредоточены в их руках».

Ход реализации займа.

Мы приводим ниже таблицу (№ 23), которая дает данные о ежемесячной реализации I выигрышного займа.

Таблица № 23.

Реализация 1-го выигрышного 6% займа.
(По номиналу—в тысячах рублей).

Месяцы	Сумма
Январь 1923 г.	5.202,9
Февраль „	7.189,4
Март „	2.327,2
Апрель „	5.370,9
Июль „	6.275,1
Август „	15.377,7
Сентябрь „	9.483,6
Октябрь „	11.401,4
Ноябрь „	13.489,4
Декабрь „	12.222,3
Январь 1924 г. . . .	3.492,0
Февраль „	710,1
Март „	6.312,0
Итого . . .	98.854

Примечание. Реализация за май 40,2
„ „ июнь 74,5
Итого . . . 114,7 отнесена на июль месяц.

Реализация делится на 2 резко отграниченных периода. До апреля 1923 г. включительно реализация производилась пре-

имущественно в добровольном порядке—агитация была главным орудием размещения.

К маю курсовая стоимость облигаций пала до 2 р. 25 к. и НКФ сделал попытку укрепить заем на рынке, приурочив эту попытку к 1-му тиражу выигрышей. С этой целью реализация была прекращена вовсе на 2 месяца, одновременно была проведена, хотя и в очень скромных размерах, интервенция на рынке. Однако, эти попытки не удались, да и не могли удаться— рыночная и обще-экономическая кон'юнктура была против НКФина и ее, конечно, нельзя было побороть никакими мерами интервенции.

К июлю 1923 г. НКФин принял решение проводить реализацию в принудительном порядке. Начинаются крупные выдачи облигаций по бюджету в счет открытых кредитов (в конце июля 3.939 тыс. руб., в августе 4.194 тыс. руб.) и проводится фактически выдача в счет зарплаты сперва в организациях, находящихся на госбюджете (так размещаются госорганами облигации, полученные ими в счет кредитов), а затем и в хозяйственных предприятиях. Задачу размещения займа среди этих последних организаций берет на себя консорциум банков. Он организован в августе 1923 г. в составе Госбанка, Роскомбанка, Промбанка, Всекобанка и Московского Городского банка. В договоре, заключенном консорциумом с НКФином, предусматривалась достаточно широкая программа деятельности. Консорциум должен был взять на себя всю добровольную реализацию, вести систематическую интервенцию на рынке и поддерживать курс займа, ввести залогово-ссудные операции, обеспечить ликвидность облигаций и пр. и пр. Этим об'яснялась большая скидка с номинальной цены облигаций, которую консорциум получил от НКФ (15%). Фактически роль консорциума свелась к тому, что банки в счет открываемых ими кредитов хозорганам выдавали облигации I выигрышного займа, руководствуясь при этом суммой, выплачиваемой данной организацией заработной платы и нормами ВЦСПС. Таким образом, консорциум был простым подсобным аппаратом НКФ по размещению займа среди рабочих и служащих, в принудительном порядке в счет заработной платы.

С января 1924 г. сумма реализации резко падает, в связи с прекращением (согласно постановлению СТО от 29 декабря 1923 г.) размешения в счет заработной платы. Наконец, постановлением СНК СССР от 20 марта 1924 г. реализация 1-го выигрышного займа была закончена.

Фактически заем реализован не только полностью (100 милл. рубл.), но с излишком. Часть временных квитанций, вы-

данных взамен отсутствовавших на местах облигаций, были покрыты облигациями II выигрышного займа. Поэтому то обстоятельство, что по бухгалтерским записям НКФ заем реализован в 98,8% имеет совершенно случайное значение:—распыленность депозита по местам и недисциплинированностью некоторых контр-агентов, не сдавших во время нереализованные облигации, находящиеся у них на комиссии,—не дали возможности НКФину произвести выдачу уже реализованных облигаций 1-го выигрышного займа.

Таблица № 24 дает итоговые цифры реализации по характеру размещения.

Таблица № 24.

Распределение сумм реализации (номин.) 1 выигр. займа по характеру размещения.

По линии	Добровольн.	Принудительн.	Зарплата	Ссуды	Нераспр.	Итого
Губфо	10,3	20,7	15,4	—	7,0	55,4
Центрокассы	5,5	—	34,1	3,8	—	43,4[1])
Итого	15,8	20,7	49,5	3,8	7,0	98,8

Приведенные здесь цифры не претендуют на полную точность. Из 15,8 милл. рубл. добровольной реализации, вероятно, не более 11 милл. (реализация до мая 1923 г.) можно считать относительно добровольной. Остальные суммы следовало бы, вероятно, отнести к реализации в счет зарплаты. С другой стороны часть облигаций, выданных по бюджету (19,9 милл. рубл.) и через консорциум банков (14,2) была размещена, вероятно, среди подрядчиков и поставщиков.

Можно, однако, утверждать, на основании приведенных цифр и учета реальной обстановки, в которой производилось размещение, что более 50 милл. рубл. по номиналу было разме-

---

[1]) Реализация Центрокассы распределяется следующим образом:

Консорциумом банков	14,2
по бюджету	19,9
Ссуды	3,8
Контрагенты	5,5
	43,4

щено в счет заработной платы и что большая часть добровольной подписки осуществлена тоже среди служащих и рабочих. На долю же нетрудовых элементов падает небольшая, сравнительно, цифра (около 20—25 милл. рубл), составляющая не более ¼ части суммы займа.

Движение курсовой стоимости облигаций займа и биржевые обороты с ними. Мы приводим ниже (табл. № 26) данные о движении курсовой стоимости облигаций I выигрышного займа. Эти данные, как и данные о рентабельности его, приведенные на стр. 15 (табл. № 13), показывают, что курс I выигрышного займа был несравненно устойчивее, чем курс облигаций II выигрышного займа. Причину этого следует искать, во-первых, в том, что облигации I выигрышного займа, принудительно размещенные среди нетрудовых элементов, были из'яты из биржевого оборота [1]) и, во-вторых, в залогово-ссудных операциях Госбанка.

Изменчивая судьба I выигрышного займа и различные фазы ее достаточно наглядно отражаются в цифрах оборота фондовых отделов бирж за эти 3 года (табл. № 25).

При рассмотрении этих цифр нужно иметь ввиду, что сделки с фондами, совершаемые банками, регистрируются на бирже. Если мы примем это во внимание, то таблица № 25 красноречиво расскажет нам о следующем.

В период добровольной реализации (до начала августа 1923 г.) сделки с облигациями выигрышного займа совершаются частью на фондовой бирже, частью банками—контрагентами НКФина по номиналу и регистрируются на фондовых биржах. С начала принудительного размещения, заем уходит с фондовых бирж — обороты с ним по курсовой цене сосредоточиваются на вольной бирже. В ноябре 1924 г. вводится реальная котировка I выигрышного займа и с этих пор заем появляется снова на фондовых биржах. В январе 1925 г. сила запретительного штампа на размещенных среди нетрудовых слоев населения облигациях прекращается. В связи с этим к февралю 1925 г. происходит резкое повышение оборотов, как на фондовой, так и на вольной бирже. С этих пор начинается оздоровление займа и укрепление его положения на рынке.

Эти же выводы подтверждают и цифры, приведенные в таблице (№ 26) котировок облигаций I выигрышного займа на вольной бирже.

---

[1]) Согласно постановлению СНК СССР от 4 октября 1923 г. (п. 9) облигации, размещаемые среди нетрудовых элементов, должны были иметь отметку финоргана „не подлежит приему в залог и не может котироваться на бирже“.

Таблица № 25.

Обороты по всем фондовым биржам СССР с 1-м выигрышным займом.

Месяцы	Фондовая	Вольная	Итого
	в тысячах рублей.		
Апрель 1923 г.	69,9	—	69,9
Май „	3,4	—	3,4
Июнь „	110,7	—	110,7
Июль „	204,6	—	204,6
Август „	16,6	—	16,6
Сентябрь „	—	—	—
Октябрь „	—	36,1	36,1
Ноябрь „	—	129,4	129,4
Декабрь „	—	93,4	93,4
Январь 1924 г.	—	710,6	710,6
Февраль „	—	662,4	662,4
Март „	—	634,6	634,6
Апрель „	—	442,4	442,4
Май „	1,7	144,3	146,0
Июнь „	—	7,7	7,7
Июль „	—	12,2	12,2
Август „	—	10,8	10,8
Сентябрь „	—	17,6	17,6
Октябрь „	—	55,2	55,2
Ноябрь „	114,8	129,6	244,4
Декабрь „	81,9	103,0	184,9
Январь 1925 г.	167,1	824,7	991,8
Февраль „	1.143,7	917,0	2.060,7
Март „	858,2	897,0	1.755,2
Апрель „	1.158,0	694,6	1.852,6

Таблица № 26.

Котировка пятирублевой облигации I-го выигрышного займа на вольном рынке.

Дата	Курс	%% к номиналу
1 апрель 1923 г.	2.81	56,2
1 май „	2.49	49,8
1 июнь „	3.81	76,2
1 июль „	3.79	75,8
1 август „	3.39	67,8
1 сентябрь „	2.72	54,4
1 октябрь „	2.91	58,2
1 ноябрь „	2.50	50,0
1 декабрь „	2.60	52,0
1 январь 1924 г.	2.52	50,4
1 февраль „	2.47	49,4
1 март „	2.53	50,6
1 апрель „	2.75	55,0
1 май „	2.25	45,0
1 июнь „	2.45	49,0
1 июль „	2.35	47,0
1 август „	2.45	49,0
1 сентябрь „	2.55	51,0
1 октябрь „	2.40	48,0
1 ноябрь „	2.42	48,4
1 декабрь „	2.55	51,0
1 январь 1925 г.	2.15	43,0
1 февраль „	2.77	55,4
1 март „	2.96	59,2
1 апрель „	3.27	65,4
1 май „	3.38	67,6

Курсовая стоимость I выигрышного займа держится с некоторыми колебаниями вверх и вниз, почти все 2 года на уровне около 50% номинала. Она значительно более благоприятна, чем котировка облигации II выигрышного займа [1]). На этом уровне курс I выигрышного займа поддерживается залогово-ссудными операциями Госбанка, которые носят специфический характер. Они введены исключительно для рабочих и служащих, получивших облигации в счет заработной платы. Облигации принимались в залог лишь при условии представления удостоверения фабр. зав. или месткома о том, что пред'явитель их является служащим или рабочим и что облигации получены им в счет зарплаты. Количество облигаций, принимавшихся в залог от одного лица было ограничено десятью пятирублевыми облигациями. Ссуда выдавалась в размере 60% номинала. Вот эти-то своеобразные залогово-ссудные операции, только подчеркивавшие неликвидность облигаций I выигрышного займа, и поддерживали его курс. Формальные требования с легкостью обходились «специалистами», получавшими за свои «труды» разницу в 10% номинала между курсовой и залоговой расценкой облигаций.

В январе 1925 г. в связи с значительным предложением штемпелеванных облигаций, получивших права гражданства на бирже, цена облигаций резко падает. На этом низком уровне (2 р. 15 к.) штемпелеванные облигации сравниваются с нештемпелеванными и затем курс их начинает неуклонно и систематически повышаться. Рентабильность I выигрышного займа (см. стр. 19, табл. № 13) к настоящему времени равняется около 18% годовых, т.-е. равна рентабельности платежных обязательств и может считаться установившейся на нормальном, при современном состоянии рынка, уровне.

В результате залоговых операций и произведенной интервенции у Госбанка образовался солидный портфель облигаций I выигрышного займа, приближавшийся по временам к четверти всей суммы займа. В последние месяцы, в связи с укреплением курса облигаций и с введением онкольных счетов под обеспечение I выигрышного займа (с мая 1925 г.), Госбанк стал реализовать свой портфель облигаций займа, который таким образом начинает постепенно находить своих твердых держателей.

Однако, будущее не сулит I выигрышному займу никаких блестящих перспектив. Он имеет сильного конкурента в лице II выигрышного займа, который побивает его на всех фронтах, несмотря на то, что 1-ый заем всегда пользовался гораздо

---

[1]) См. табл. № 27 на стр. 62

большим вниманием и опекой со стороны НКФина и Госбанка. Здесь решающую роль играет то обстоятельство, что погашение II займа начинается на 2 и заканчивается на 3 года раньше, чем I, а также и построение II займа, шансы на выигрыш которого будут сильно возрастать при каждом погашении, чего не будет у I выигрышного займа.

I выигрышный заем сохранит до конца своих дней печать займа периода безвременья государственного кредита, с этой печатью он и уйдет в историю.

3. Второй выигрышный заем.

Выпуск и размещение займа. Слабое участие нетрудовых слоев населения в I выигрышном займе было полностью компенсировано II выигрышным займом. Одновременно с постановлением ЦИК и СНК СССР о выпуске займа (16 апреля 1924 г.) было декретировано (15 апреля 1924 г.) принудительное размещение его среди нетрудовых слоев населения. Принудительное размещение II выигрышного займа как и I методологически было связано с взиманием налогов и проводилось в том же порядке бесспорного взыскания как и взимание налогов.

При таком положении вещей вряд ли уместно ставить вопрос об успехе или неудаче принудильного займа. Такие вопросы возникали в практике Западно-Европейских государств в прошлом столетии, когда за принудительностью займа не стояло достаточной санкции. Русская практика применила к принудительному займу весь вес налогового пресса и заем не мог не удасться. Реализация займа идет механически без всякой связи ни с кон'юнктурой денежного рынка, ни с движением курсовой стоимости облигаций и дает бюджету в среднем около 4 милл. рубл. ежемесячно.

С 1-го марта 1925 г. принудительное размещение II выигрышного займа было отменено пост. СНК СССР от 23 февраля 1925 г., хотя к этому времени заем был размещен лишь в сумме 60,8 милл. рублей (60,8%). Прекращение принудительного размещения займа было вызвано не тем, что дальнейшее продолжение этой практики встретило какие-либо серьезные препятствия. Фактически заем мог быть размещен в принудительном порядке целиком без особых усилий. Прекращение принудительного размещения займа было вызвано не практическими, а принципиальными соображениями. Не только противники, но и сторонники принудительных методов в области государственного кредита считали принудительное размещение займов мерой чрезвычайной, вызванной исключительными обстоятельствами.

Между тем все отрицательные последствия для государственного кредита, неизбежно сопутствующие принудительному размещению, выявились в нашей практике в полной мере.

Движение курсовой стоимости облигаций.

Курс облигаций II выигрышного займа стоял на недопустимо низком уровне. Как видно из приводимой ниже таблицы (№ 27), курс облигаций II выигрышного займа отпускался до 21% номинала. Фактически он был еще ниже, так как котировка производится вместе с текущим купоном. Если исключить стоимость купона, то получим, что к декабрю 1924 г. облигация II выигр. займа расценивалась в 70—75 к., т.-е. в 14—15% номинала.

Таблица № 27.

Котировка пятирублевой облигации II-го выигрышного займа на вольном рынке.

Дата	Котировка	%% к номиналу
Август 1924 г.	1.30	26,0
Сентябрь „	1.18	23,6
Октябрь „	1.27	25,4
Ноябрь „	1.05	21,0
Декабрь „	1.15	23,0
Январь 1925 г.	1.27	25,4
Февраль „	1.75	35,0
Март „	2.54	50,8
Апрель „	3.22	64,4
Май „	3.51	70,2

Несмотря на чудовищную рентабельность займа (см. на стр. 19 табл. № 13), доходившей до 130% годовых, обороты с займом были чрезвычайно слабы даже на вольном рынке (см. табл. № 28).

Никаких операций с займом банки не производили. Это был самый не ликвидный и не популярный заем СССР.

Таблица № 28.

Обороты по всем фондовым биржам СССР с II-м выигрышным займом.

Месяцы	Фондовая	Вольная	Итого
	в тысячах рублей		
Июль 1924 г.	—	1,8	1,8
Август „	—	4,1	4,1
Сентябрь „	—	21,5	21,5
Октябрь „	—	164,6	164,6
Ноябрь „	—	203,2	203,2
Декабрь „	—	427,2	427,2
Январь 1925 г.	—	1.600,7	1.600,7
Февраль „	—	2.894,5	2.894,5
Март „	—	6.211,7	6.211,7
Апрель „	137,6	5.526,9	5.664,5

Такое положение вещей создавало непреодолимое препятствия для дальнейшего роста государственного кредита. Перефразируя закон Грэшаама, установленный им в области денежного обращения, можно сказать, что в области государственного кредита худший метод реализации вытесняет лучший. До тех пор пока действует принудительный метод реализации, хотя бы в применении к одному из займов, до тех пор реализация других займов в порядке добровольной подписки становится чрезвычайно трудно осуществимой. Фондовый рынок настороженно относится к каждому новому займу, и опасается нового насилия над собой.

Мы уже отметили выше, что весь период государственного кредита СССР до 1924 г. протекает под знаком принудительности. Атмосфера фондового рынка отравлена и заражает в большей или меньшей степени всякую новую ценную бумагу.

Между тем, как мы старались показать во II главе этой брошюры, к 1925 г. создались необходимые предпосылки для

нормального развития здорового государственного кредита СССР. Принудительное размещение II выигрышного займа стояло препятствием на этом пути. Поэтому, как только общее финансовое положение Союза упрочилось настолько, что дало возможность отказаться от «чрезвычайных» методов финансирования—принудительное размещение II выигрышного займа было отменено.

Немедленно вслед за этим—как курс II выигрышного займа, та и сумма оборота фондовых бирж с ним резко улучшились (см. табл. 27 и 28).

Перспективы займа. Итак, если в реализации I выигрышного займа было 2 периода, из которых в I-ый период заем размещался добровольно, а во II-ой—принудительно, то в реализации II выигрышного займа наоборот закончился первый период принудительной реализации и предстоит второй период—реализации добровольной.

В противоположность I-му выигрышному займу перспективы II-ого чрезвычайно благоприятны. Рентабельность его еще и сейчас выше нормального уровня. Поэтому курс его будет продолжать повышаться быстрыми шагами. Надо отметить, что политика НКФ и Госбанка не только не форсировала курса II выигрышного займа, но, напротив, скорее задерживала его нормальный рост. Достаточно отметить хотя бы то обстоятельство, что II выигрышный заем является единственным займом СССР, который до сих пор не принимается в обеспечение по онкольным счетам и что в котировку этот заем пущен последним—только 27 апреля 1925 г. Таким образом II выигрышному займу престоит период роста курса, в течение которого он будет об'ектом выгодной спекулятивной игры. Вслед за этим наступает начало его погашения (с марта 1926 г.). Так как погашение займа будет производиться по номиналу, то держатель облигации, вышедшей в тираж погашения, получит премию в разнице между номиналом и курсовой ценой Наряду с этим шанс на выигрыш остающихся в обращении облигаций резко повысится после каждого тиража погашения.

При таких предпосылках не трудно предсказать, что II выигрышный заем в недалеком будущем станет излюбленной бумагой, как для биржевых спекулятивных кругов, так и для городских обывательских масс. НКФину будет не трудно в ближайшем будущем разместить оставшийся у него нереализованным портфель II выигрышного займа по высокому

курсу. Можно даже, не претендуя на роль пророка, предсказать, что будет время, когда облигации II выигрышного займа будут котироваться выше номинала.

Судьба II выигрышного займа противоположна судьбе I. На реализацию I выигрышного займа была произведена огромная затрата волевой и организационной энергии партийных, профессиональных и финансовых организаций. С облигациями его связаны широкие круги трудящихся масс. Однако, I выигрышный заем не имеет будущего—он целиком уже принадлежит истории. II выигрышный заем был парием фондовой биржи, трудящиеся отнеслись к нему с презрением, нэпманы с ненавистью. Он безславно начал свое существование, но будущее принадлежит ему и оно сулит ему блестящий конец.

4. Выводы.

Сравнение Западноевропейской практики принудительных займов с практикой СССР.

Принудительные займы являются довольно распространенным явлением в истории государственного кредита. Теория обработала этот исторический материал и свела его к определенным общим положениям. Интересно поэтому сравнить практику принудительных займов СССР с практикой других стран и сделать соответствующие выводы. Г. Жез, посвятивший вопросу о принудительных займах специальное исследование, устанавливает, что принудительные займа, вводимые государством в период временного кризиса, характеризуются следующими чертами: «1) никакого процента или минимальный процент—0,5%, 1%, 1,5%, 2%; т.-е. процент значительно ниже существовавшего вне периода кризиса; 2) погашение через длительный период (50, 60, 100 лет)» [1]).

Мы видели, что займы СССР, размещенные принудительно, построены не по этим принципам. Доход, приносимый ими—(проценты и выигрыши составляют 7,1% по I выигр. займу и 7½% по II выигрышному займу)—хотя и являются низкими, по сравнению с учетным процентом денежного рынка времени реализации, но выше процента, платимого по государственным займам, вне периода кризиса. Сроки, на которые выпущены наши принудительные займы, чрезвычайно кратки, в особенности по II выигрышному займу (на 5 лет с началом погашения через 2 года).

Эти особенности наших принудительных займов могли бы быть об'яснены, поскольку дело идет о I выигрышном займе,

---

1) G. Gése op. cit, стр. 476.

тем, что заем выпускался для добровольной реализации и был превращен в принудительный лишь в процессе размещения. Однако, это об'яснение не приложимо вовсе ко II выигрышному займу. Этот последний был выпущен, как принудительный заем, подлежавший размещению целиком среди нетрудовых слоев населения, и тем не менее его доходность выше, а срок погашения короче чем I выигрышного займа.

Причина такого своеобразного построения наших принудительно размещаемых займов лежит в своеобразном подходе ответственных руководителей советской финансовой политики к вопросу.

Правительства стран Западной Европы всегда старались тщательно отделить в сознании граждан принудительные займы от прочих, с тем, чтобы избежать распространения на всю систему государственного кредита неблагоприятных психологических моментов, сопровождающих всякий принудительный заем. В СССР, напротив, ответственные руководители аргументировали за принудительное размещение не только бюджетной и финансовой необходимостью, но и положительным педагогическим значением, которое, по их мнению, должно иметь принудительное размещение облигаций займа среди многомиллионных масс населения. Граждане, потерявшие веру в ценную бумагу и отвыкшие от сбережения, получив в обязательном порядке облигацию, убедятся в целесообразности сбережения и в выгодности облигаций. Поэтому, с этой точки зрения, принудительное размещение не только не стоит в противоречии с будущим развитием государственного кредита, но подготовляет его.

Исходя из этой предпосылки, естественно, надо было строить займы, подлежавшие принудительному размещению так, чтобы они обеспечивали не только исполнение финансовых, но и педагогических заданий, которые они преследовали. Отсюда лотерейный тип принудительных займов, встречающийся впервые в истории государственного кредита, отсюда и высокая доходность и краткосрочность их.

Эти особенности наших принудительных займов имеют и отрицательные и положительные стороны. Применяя такую чрезвычайную меру финансирования, как принудительный заем, государство должно извлечь из нее максимально большие финансовые результаты. Здесь особенно существенно то, что платежи погашения по принудительно размещенному займу откладываются на такой отдаленный срок, ко времени наступления которого народное и государственное хозяйство оправится от кризиса и с легкостью выплатит, из возросшего

национального дохода, принудительно занятые в трудную минуту средства. При нашей системе принудительных займов платежи погашения начинаются уже в 1926 году. Таким образом на еще не окрепший государственный бюджет ложится значительная тяжесть, а перед едва ставшим на ноги государственным кредитом СССР стоит задача мобилизовать с помощью добровольных займов не только суммы, необходимые для дальнейшего хозяйственного строительства страны, но и для погашения принудительных займов.

Положительная сторона построения наших принудительных займов очевидна. Выгодность и краткосрочность их в значительной мере смягчили одиум, вызванный ими, и дали возможность ликвидировать, неблагоприятные для государственного кредита, последствия принудительности без больших усилий и в кратчайший срок. Мы видели выше, что немедленно вслед за прекращением принудительного размещения, облигации наших выигрышных займов стали об'ектом оживленного интереса и курс их выравнивается с величайшей быстротой, закрепляясь на нормальном уровне. Успех краткосрочного займа 1925 года, повышенный интерес к тиражам выигрышей и усилившийся за последнее время перезалог и выкуп облигаций I выигрышного займа свидетельствуют о том, что неблагоприятные психологические последствия принудительности легко изживаются и что облигации займов в глазах населения становятся действительно «ценными» бумагами.

Ввиду этого можно сделать следующий вывод. Принудительные займы, применение которых было необходимо в трудный период 1922—25 года, не нанесли будущему государственного кредита СССР серьезных ударов. Государственный кредит СССР крепнет и его развитию открываются благоприятные перспективы. Его рост будет идти параллельно с хозяйственным ростом страны и явится могучим фактором, облегчающим и ускоряющим темп восстановления и развития народного хозяйства СССР.

ГЛАВА VIII.

Краткосрочные займы СССР.

Краткосрочные займы СССР могут быть разделены на 3 группы: а) антиципационные займы в городе, б) текущий долг СССР и в) крестьянские займы.

Наряду с долгосрочными займами, расчитанными на городского держателя и проводимыми, в силу необходимости,

полностью или частично в принудительном порядке, правительством СССР были сделаны 2 попытки проведения городских добровольных займов—выпуск сахарного займа и транспортных сертификатов. Мы об'единяем эти 2 кредитные операции в одну группу по формальным признакам. Однако, по существу эти кредитные операции расчитаны на разных держателей и исходят из совершенно различных хозяйственных предпосылок. Соответственно этому и судьба этих кредитных операций была совершенно различна.

1. Сахарный заем.

Сахарный заем, выпущенный на основании постановления ЦИК и СНК СССР от 15 октября 1923 г., имел в виду антиципировать доходы от сахарной промышленности. Он был выпущен в натуральной валюте—1 милл. пудов сахара-рафинада—в тот момент, когда на рынке был довольно острый голод на рафинад. Заем был расчитан на спрос со стороны служащих и рабочих, обеспечивающих себя с помощью займа сахаром-рафинадом для потребления и на частных торговцев, для которых приобретение займа было способом заготовки сахара для торговли им.

Соответственно этому были построены и цены на облигации займа. Оптовый покупатель, покупавший облигации займа крупных купюр, имел значительную скидку в цене сахара (до 2 р. 50 к. на пуд) по сравнению с розничным покупателем, приобретающим заем в более мелкой купюре.

Для коллективной подписки рабочих и служащих на сумму не менее 25 пуд. делалась скидка с цены в 5%. Подписка на заем производилась с 5 по 19 ноября 1923 года и не имела успеха. Хотя заем и был формально размещен полностью, однако, значительная часть облигаций (около 600.000 пудов) осталась в портфелях оперативных органов НКФина и Госбанка, которые, не реализовав облигаций, сами пред'явили их к погашению.

Сахарный заем показал с полной очевидностью, что время натуральных займов миновало. Сахарный заем был последним натуральным займом СССР.

Несмотря на неуспех сахарного займа эта операция с точки зрения финансовых результатов оказалась очень *выгодной*. Здесь, правда, решающую роль сыграло то обстоятельство, что после реализации займа акциз на сахар был снижен на 1 рубль на пуд [1]) и т. о. заготовка НКФином сахара для

[1]) По постановлению ЦИК и СНК СССР от 8 февраля 1924 г. акциз на сахар уменьшен с 5 р. до 4 р. на пуд.

погашения займа производилась по сниженной (против цены реализации) цене [1]). Как бы то ни было, но сахарный заем дал государственной казне 10,9 милл. рубл. на срок 3,9 месяца. При чем этот кредит был беспроцентным. Вследствие того, что часть реализованных облигаций не была пред'явлена к погашению вовсе НКФ не только покрыл из выручки от займа все расходы по выпуску сахарного займа, но и получил чистую прибыль в размере 21,3 тыс. рублей.

2. Транспортные сертификаты.

Другим антиципационным займом, реализованным в городе, был выпуск «транспортных сертификатов». Заем имел ввиду антиципировать поступления доходов от транспорта и «увеличить оборотные средства НКПС'а», как это указано в вводной части постановления СТО от 26 июля 1923 г. о выпуске сертификатов. Суммы, вырученные от реализации сертификатов, должны были быть переданы НКПС'у. Формально это не был государственный заем, а сертификаты НКПС'а, погашение которых обеспечивалось всеми доходами железных дорог и водного транспорта и гарантировалось НКФином. Предполагалось, что сертификаты будут размещены между хозорганами, имеющими произвести крупные перевозки, платежи, за которые они будут производить приобретенными ими ранее сертификатами.

Сертификаты были беспроцентны, но выпущенные в золотой валюте они страховали вложенные в них средства от обесценения—в этом был достаточный стимул для их приобретения.

Большая часть из этих предположений не осуществилась. Если доходные поступления от первого выпуска транспортных сертификатов действительно были переданы в кассы НКПС, то все последующие выпуски (разрешенные рядом дополнительных постановлений СТО) реализовались НКФином и вырученные суммы шли в обще-бюджетные рессурсы. Фактически транспортные сертификаты получили совершенно другое значение, чем предполагалось при их выпуске. В конце 1923 года темп падения совзнака достиг своего апогея и весь торговый оборот стремился застраховаться от курсовых потерь путем покупки червонца. Это был период, когда червонец служил главным образом средством тезаврирования и стал исчезать из оборота. При этих условиях выпуск транспортных сертификатов в золотой валюте обозначал появление нового средства страховки от падающего совзнака. Такая бумага была

---

[1]) Сахарный заем погашен натурой в своей большей части (859.916 п. 10 ф.). Погашение производилось с февраля по май 1924 г.

особенно необходима для мелкого торгового оборота, для которого купюра червонца была слишком высока. Распоряжение НКФина своим кассам о приеме сертификатов во все платежи государству завершило процесс превращения транспортных сертификатов в денежный знак, выраженный в твердой валюте. Сертификаты реализовались преимущественно путем выдачи их по бюджетным ассигнованиям, поступали на рынок, где становились об'ектом оживленной спекуляции.

Превращение транспортных сертификатов в деньги было признано официально. Сертификаты должны были быть погашены кассами НКПС и НКФ (путем принятия их в уплату за услуги жел. дор. и водн. транспорта и путем обмена на деньги) к 1 марта 1924 г. Постановлением НКФ и НКПС от 26 марта 1924 г. срок хождения транспортных сертификатов продлен до 1 июля 1924 г. Необходимость этого мотивируется тем, что «из'ятие из оборота транспортных сертификатов в настоящее время может усилить недостаток в деньгах, достоинством меньше червонца и вредно отразиться на обороте». Таким образом выпуск транспорных сертификатов был кредитной операцией лишь по форме; по существу это был первый выпуск казначейской эмиссии в твердой валюте, проведенный за долго до денежной реформы. Таким образом транспортные сертификаты и история их выпуска относятся скорее к истории нашего денежного обращения, чем госкредита.

После сказанного становится понятным, что размещение, разрешенных в общей сложности к выпуску транспортных сертификатов на 24 милл. рубл., было произведено с величайшей легкостью и что это размещение не стояло ни в какой связи с потребностью в транспортных услугах. Подавляющая часть транспортных сертификатов была погашена путем обмена на казначейские знаки [1]).

При таком положении вещей естественно не приходится ставить ни вопроса об удаче или неудаче этой операции, ни о финансовой выгодности ее.

3. Платежные обязательства Центрокассы НКФ СССР.

Текущий (неотвержденный) долг СССР образуется путем выпуска платежных обязательств Центрокассы НКФ. Это краткосрочные векселя государственного казначейства, выпуск ко-

[1]) Вполне логично, что погашение транспортных сертификатов в большей своей части прошло не в порядке расхода по чрезвычайной части бюджета, а из обменного фонда казначейства.

торых начался с марта 1923 г. по постановлению СНК СССР от 7 февраля 1923 г. и производится ежемесячно.

Цель выпуска платежных обязательств, как она формулирована в соответствующих законодательных актах, сводится к авансированию расчетов по обязательствам государства в пределах установленных твердыми бюджетными ассигнованиями». Таким образом выпуск платежных обязательств является формально кассовой операцией, которая имеет целью восполнять временный недостаток средств казначейства, происходящий вследствие несовпадения сроков поступления государственных доходов со сроками производства государственных расходов. В действительности роль платежных обязательств гораздо значительнее. Цифры, приведенные в табл. № 29, показывают, что платежные обязательства Центрокассы дают по существу постоянный долгосрочный кредит государству: платежные обязательства покрывают не только кассовый, но и бюджетный дефицит.

Условия выпуска платежных обязательств перетерпели, за 2 года их существования, значительные перемены.

Первоначально платежные обязательства выпускались на 3 месяца и были беспроцентны. Твердая валюта, в которой они были выражены, страховала, вложенные в них средства от обесценения и этого было достаточно для того, чтобы заинтересовать оборот в этой ценной бумаге. Проценты в размере 6 годовых начислялись со времени наступления срока их оплаты по день фактического погашения—это была своего рода премия тем, кто удержит обязательство на руках дольше трех месяцев.

После проведения денежной реформы страхование от падения совзнака отпало. Ввиду этого платежные обязательства из беспроцентных были превращены в процентные. По постановлению СНК СССР от 15 марта 1924 г. по обязательствам начисляются 6% годовых со дня выпуска обязательств по день их оплаты.

После того, как платежные обязательства прочно укрепились в обороте можно было приступить к удлинению их срока. Это и было сделано, по постановлению СНК СССР от 16 сентября 1924 г. Начиная с октября 1924 г. НКФ на ряду с выпуском 3-х месячных обязательств стал выпускать шестимесячные обязательства, при чем сумма выпуска этих последних прогрессивно возрастала из месяца в месяц за счет уменьшения выпуска трехмесячных. Таким образом оборот постепенно привык к шестимесячным обязательствам. Начиная с октября 1925 г. выпуск трехмесячных платежных обязательств будет прекращен вовсе и текущий государственный долг СССР будет состоять только из 6-ти месячных обязательств.

Таблица № 29.

Остаток платежных обязательств в обращении с 19 марта 1923 г. по 1 июня 1925 г.

Находилось в обращении к началу месяца	Сумма
Апреля 1923 г.	3.266.000
Мая „	8.600.000
Июня „	12.575.000
Июля „	22.872.000
Августа „	25.322.000
Сентября „	31.941.500
Октября „	38.111.500
Ноября „	51.263.250
Декабря „	61.865.250
Января 1924 г.	67.345.900
Февраля „	81.401.950
Марта „	92.073.850
Апреля „	85.778.400
Мая „	60.347.400
Июня „	54.828.200
Июля „	51.636.400
Августа „	61.344.250
Сентября „	64.267.950
Октября „	48.728.100
Ноября „	49.721.550
Декабря „	52.162.450
Января 1925 г,	53.143.200
Февоаля „	56.011.950
Марта „	57.594.100
Апреля „	57.247.750
Мая „	65.947.350
Июня „	71.466.050

Платежные обязательства реализовались до самого последнего времени исключительно в порядке выдачи их по бюджету в счет кредитов. Выдача производилась по номиналу.

Мы произвели уже в III главе анализ котировки платежных обязательств на рынке (см. стр. 17, табл. № 11). Движение курсовой расценки платежных обязательств обуславливало и отношение, которое встречали платежные обязательства со стороны организаций, обязанных принимать в счет открываемых им бюджетных кредитов. До тех пор пока процент, взимаемый рынком по учету обязательств, был очень высок, платежные обязательства брались по номиналу в счет бюджетных ассигнований очень не охотно и Бюджетное Управление Наркомфина должно было оказывать очень сильное давление на получателей по кредитам для того, чтобы разместить нужное количество обязательств. По мере того, как ко второй половине 1924 года учетный процент по платежным обязательствам резко снижается, меняется и отношение к этой бумаге со стороны хозорганов. Обязательства становятся легко ликвидной бумагой, охотно принимаемой банками по залогово-ссудным и онкольным операциям, спрос на которые на бирже постоянно превышает предложение. Любопытно отметить, что в период июль—ноябрь 1924 г. хозорганы довольно легко мирились с тем, что обязательства выдаются им по номинальной, а не по курсовой цене. Платежные обязательства котируются по номиналу и это дает основание хозорганам расплачиваться ими по расчетам с подрядчиками и поставщиками тоже по номиналу. Весьма вероятно, что эти последние калькулировали в цене подрядов и поставок потери на курсе при необходимости реализовать платежные обязательства до срока. Положение вещей изменилось, когда в ноябре 1924 г. биржа перешла к реальной котировке. После этого исчезло и последнее формальное основание для расчета с подрядчиками и поставщиками по номиналу. Между тем, НКФ продолжал выдавать их по нарицательной цене. Такое положение вещей необходимо признать совершенно не нормальным. Таким способом, без нужды дискредитируется бумага, глубоко вошедшая в оборот и являющаяся чрезвычайно популярной на фондовом рынке. Это пережиток периода принудительности, который должен быть ликвидирован в возможно более краткий срок.

Поскольку НКФ перейдет к выдаче обязательств по курсовой цене роли несомненно переменятся. Платежные обязательства не придется навязывать и эту бумагу, которая является очень доходной и вполне ликвидной, будет стремиться получить всякая хозяйственная организация и НКФину придется

распределять их в известной пропорции между хоз.-органами, уже не в целях безболезненной реализации, а во имя справедливости, чтобы не ставить одни организации в более привилегированное положение, чем другие.

Наряду с выдачей платежных обязательств в счет бюджетных ассигнований—целесообразно вести выпуск их на рынок в порядке обычной реализации государственных фондов. К этой практике НКФ приступает с мая 1925 года. В зависимости от состояния Фондового рынка и кассы казначейства будет варьироваться, как размер выпуска платежных обязательств, так и относительное значение того или другого из возможных методов реализации.

Теория государственного кредита считает неотвержденный государственный долг худшей формой государственного кредита и рекомендует по возможности превращать текущий долг в фундированный. Поэтому возникает вопрос о том, не является ли наш текущий долг слишком значительным, не грозит ли он устойчивости государственных финансов и не следует ли стремиться к сокращению его.

Для ответа на этот вопрос сопоставим удельный вес нашего текущего долга с соответствующими данными по другим государствам (см. табл. № 30).

Таблица № 30.

Страны	Внутренний долг к концу 1921 г. в мрд. зол. р. [1]			
	Консолидированный	Текущий		Итого
		В абсолютн. сумме	В % к итогу	
Германия	1,4	4,3	75,4	5,7
Франция	21,2	13,7	39,2	34,9
Англия	37,4	12,0	24,3	49,4
Америка	31,3	15,2	32,7	46,5
СССР	0,27	0,06	21,0	0,3 [2])

Из этих цифр видно, что относительный вес текущего долга СССР в сумме его внутреннего государственного долга меньше,

[1]) Данные заимствованы из статьи В. Н. Твердохлебова „Государ. кредит“ в Финансовой Энциклопедии. Москва, Гос. Издат.

[2]) Данные на 1 апреля 1925 г.

чем у других государств. Правда, нами взяты данные на 1921 год, т.-е. на период конца мировой войны, когда текущий долг всех стран мира непомерно возрос. Соответствующие процентные отношения на 1913 г. дают совершенно иную картину.

Однако, было бы, во всяком случае, неправильно сравнивать настоящее состояние государственного кредита СССР с странами Европы и Америки довоенного периода. Сделанное нами сопоставление дает право утверждать, что наш текущий долг не может считаться чрезмерным по сравнению с общей суммой государственного долга СССР. Напротив, наш текущий государственный долг может быт значительно увеличен. Поэтому выпуск платежных обязательств должен продолжаться. Для консолидации государственного долга СССР время еще не настало и, вероятно, настанет еще не скоро.

Мы говорили выше, что платежные обязательства прочно вошли в оборот и что они являются самой популярной бумагой фондового рынка. Это утверждение полностью подтверждается данными о биржевом обороте с платежными обязательствами.

Как видно из этих данных (табл. № 31) платежные обязательства были единственной бумагой, обороты с которой на бирже составляли значительные суммы уже в IV квартале 1923 года. Платежные обязательства обращались преимущественно среди госорганов, которые могли совершать сделки только на фондовой, а не на вольной бирже. Несколько загадочная цифра оборотов на фондовой бирже до введения реальной котировки об'ясняется тем, что сделки совершенные госорганами по реальному курсу, регистрировались на бирже как внебиржевые.

---

1)

	%% отнош. текущ. долга к общей сумме внутр. долга
Германия	4,1
Франция	6,3
Англия	13,9
Америка	17,4

Таблица № 31.

Кварталы года	Сумма оборота в милл. руб.		
	Фондовая биржа	Вольная	Итого
Апрель—июнь 1923 г. . .	0,5	—	0,5
Июль—сентябрь „ . .	0,7	—	0,7
Октябрь—декабрь „ . .	11,1	0,01	11,1
Январь—март 1924 г. . .	5,0	5,8	10,8
Апрель—июнь „ . . .	7,6	2,2	9,8
Июль—сентябрь „ . . .	12,2	1,0	13,2
Октябрь—декабрь „ . . .	17,3	2,0	19,3
Январь—март 1925 г. . .	10,7	6,4	17,1

Мы анализировали в III главе этой брошюры движение курсовой стоимости платежных обязательств (см. табл. № 11 и 12 на стр. 17 и 18). Мы видели, что платежные обязательства раньше всех других наших фондов завоевали доверие рынка. По курсу платежных обязательств мы ориентируемся в совершающихся изменениях в рыночной кон'юнктуре, платежные обязательства являются показателем высоты средне-рыночного учетного процента, очищенного от страховых премий, от риска, и показателем настроения рынка по отношению к государственным фондам.

Таким образом, платежные обязательства служат компасом и барометром, соответственно указаниям которых держит путь корабль государственного кредита. Эти показания благоприятны и они сулят государственному кредиту СССР благоприятное плавание.

4. Крестьянские займы.

Если городские антиципационные займы представляют как мы видели, случайные, эпизодические явления в государственном кредите, то крестьянские займы, напротив, являются

последовательно и настойчиво проводимой системой займовой политики СССР.

Первой кредитной операцией СССР был хлебный заем, выпущенный на основании постановления ВЦИК от 20 мая 1922 года. В дальнейшем Советское Правительство ежегодно проводило заем, размещаемый в деревне. В 1923 г. (постановление ВЦИК и СНК РСФСР от 22 марта 1923 г.) выпущен II хлебный заем, в 1924 г. (постан. ЦИК и СНК СССР от 19 марта 1924 г.)— крестьянский заем, наконец, в 1925 г. производится повторная реализация облигаций крестьянского займа, вернувшихся в кассы НКФ в порядке уплаты сельхозналога (постан. СНК СССР от 15 апреля 1925 г.).

Тот факт, что первой кредитной операцией Советского Правительства был выпуск крестьянского I хлебного займа не является случайностью. Отсутствие свободных капиталов, ищущих помещения в ценных бумагах, обусловило необходимость опереть государственный кредит на средства населения, предназначенные на уплату государственных повинностей. Иначе говоря, первые кредитные операции СССР должны были носить антиципационный характер. Можно было расчитывать на успешную реализацию займа в порядке добровольной подписки лишь в том случае, если облигации займа могли служить средством уплаты налога. Это-то обстоятельство предрешало вопрос о том, что заем может быть осуществлен лишь в расчете на сельское, а не на городское население. Налоговая система в эпоху военного коммунизма была ликвидирована почти полностью и государственный бюджет держался главным образом на продналоге. I хлебный заем и расчитывал антиципировать поступление продналога и, следовательно, должен был быть крестьянским займом. Такое положение вещей совпало вместе с тем и с принципиальными положениями на которых должен был строиться государственный кредит Советского Союза. Советская экономическая политика исключала возможность ориентироваться на крупный частный капитал. Основы государственного кредита СССР лежат в мелких сбережениях трудового населения вообще и крестьянского в особенности, поскольку крестьянство составляет подавляющую массу трудового населения СССР. Для того, чтобы побудить крестьянство приобретать облигации государственных займов, с которыми оно никогда не имело дела прежде, необходимо было связать государственный кредит с насущным интересом крестьянского быта, т.-е. с его податными повинностями. То обстоятельство, что покупка облигаций займа и уплата ею налога облегчает крестьянину исполнение его налоговых повинностей, является наиболее действительным средством для того,

чтобы приучить крестьянство к государственным займам. Вот почему податное обеспечение является отличительной чертой всех займов СССР, расчитанных на размещение среди крестьянства.

Условия выпуска и погашения крестьянских займов.

Это обстоятельство вместе с тем определяет и все остальные условия крестьянских займов. Валюта крестьянских займов обусловлена прежде всего способом взимания того налога, который антиципирует заем.

Продналог 1922—23 года, в значительной мере и сел.-хоз. налог 1923—24 г. взимались в натуре и исчислялись ржаными единицами. Естественно, что I и II хлебные займы непосредственно связанные с продовольственным и сел.-хоз. налогами быи выпущены в ржаной валюте. Натуральная валюта наших первых займов обусловлена понятно, не только этими внешними причинами, но имеет и глубокое народно-хозяйственное обоснование, о котором мы говорили выше (см. гл. V, стр. 38).

По мере денатурализации государственного и частного хозяйства и по мере того как стабилизировалась наша валюта, натуральные налоги и вместе с ними и натуральные займы сменились денежными. Крестьянский заем 1924 года выпущен уже в золотой валюте—облигации его принимаются в уплату денежного единого сел.-хоз. налога.

В том процессе денатурализации народного и, в частности, крестьянского хозяйства, который мучительно совершался в течение 1922—24 бюджетных годов, хлебный заем сыграл немаловажную роль. Уплата налога облигацией займа избавляла крестьян от подвоза налогового хлеба к ссыпным пунктам, от трудностей, связанных с требованиями НКомпрода, пред'являемых им к кондиционности хлеба. Заем давал возможность крестьянину фактически превратить натуральный налог в денежный и давал таким образом чрезвычайно гибкую форму денатурализации крестьянского хозяйства.

Условия II хлебного займа в основном повторяли без изменения I хлебный заем. Усовершенствовалась лишь, на основе практического опыта, техника реализации займа. I хлебный заем реализовался в порядке добровольной подписки по одной совзначной цене, установленной для всей территории СССР на весь период реализации. Для реализации II хлебного займа территория СССР была разбита на 3 района при чем районирование было произведено, исходя из уровня хлебных цен. Необходимость этого обусловливалась отсутствием единого хлебного рынка и чрезвычайно различным уровнем хлебных цен в различных районах СССР. При таких условиях

установление для продажи займа одной цены средней для всего Союза, привело бы к тому, что из реализации были бы исключены обширные области более низких цен, чем установленная средняя. С другой стороны в целом ряде местностей цена займа была бы значительно ниже местных цен на хлеб. Там реализация шла бы успешно, но была бы убыточна для государства. При установлении различных цен по трем районам [1]) все эти противоречия, хотя и не исчезали, но были значительно смягчены. Реализация II хлебного займа производилась по периодически меняющейся цене, устанавливаемой НКФ. В самый последний период реализации НКФ перешел к установлению червонной цены на облигации займа.

Погашение I хлебного займа производилось НКПродом, путем приема облигаций в уплату налога или путем выдачи хлеба (ржи или взамен ее пшеницы по установленному коэффициенту) в натуре. II хлебный заем, сохранив эти способы погашения, прибавил еще и погашение деньгами по цене, устанавливаемой НКФ, в соответствии с рыночной стоимостью ржи в каждом районе. Аппарат НКПрода к моменту погашения II хлебного займа был ликвидирован. Поэтому погашение займа фактически производилось НКФ. Для натурального погашения НКФ-ом был закуплен хлеб в хлебородных районах (6 милл. пуд.) и разослан на места погашения. Техника хранения и выдачи хлеба была возложена на кооперативные организации (на потребительскую кооперацию преимущественно), с которыми были заключены соответствующие договора. Так как в период погашения займа во многих местах хлебного голода уже не ощущалось, то держатели займа предпочитали зачастую получать в погашение займа не хлеб, а другие потребительские товары. На такую замену охотно соглашались кооперативы, производившие погашение займа. Операция погашения займа натурой при отсутствии у НКФина собственного технического аппарата для этого оказалась чрезвычайно громоздкой и трудной. В результате во многих местах заем был погашен со значительным опозданием, что вызвало справедливое недовольство держателей.

Чрезвычайно много нареканий на НКФин вызвала и его политика продажных цен II хлебного займа. При все ускоряющемся темпе падения стоимости совзнака, с одной стороны, и при чрезвычайной пестроте и изменчивости цен на хлеб, с другой, регулирование цены хлебного займа было исключительно трудной задачей. В результате цены НКФина, будучи

[1]) 1-й район охватывал южные губернии РСФСР юг Сибири и большую часть Украины, 2-й район—среднюю полосу СССР, 3-й район—северные потребляющие районы.

переведены в золотые, образуют прихотливо и неожиданно меняющуюся кривую. Благодаря этому организации, закупившие значительные партии займа, не могли правильно расчитать движение цен и не редко терпели на займе убытки. Нужно, однако, признать, что вина за эти явления должна быть отнесена в гораздо большей мере к падающей валюте и дезорганизации товарного рынка, чем к политике цен НКФ.

Как бы то ни было, опыт II хлебного займа выявил настолько большие технические трудности, которые граничили с невозможностью реализации натуральных займов. К счастью их и не пришлось больше повторять. Следующий «крестьянский заем 1924 г.» был уже не натуральным, а денежным займом.

Помимо изменения валюты крестьянский заем построен на началах совершенно отличных от хлебных. Крестьянский заем стремится прежде всего доставить государству более долгосрочный кредит, чем давали хлебные займы. Погашение I хлебного займа заканчивалось согласно декрета о его выпуске через 8 месяцев после начала реализации (июнь—февраль), а II хлебного займа через 10 месяцев (май—март). Фактически погашение было произведено значительно раньше, так как прием облигаций в уплату налога начался по I хлебному займу через 2 месяца, а по II хлебному займу через 3 месяца после начала реализации. Податное обеспечение займа целиком определяло его значение для держателей и делало чрезвычайно краткосрочным для государства.

Крестьянский заем в этом отношении делает значительный шаг вперед. Заем выпущен на 2 года и 9 мес. Он пригоден не только для того, чтобы поместить в него средства, предназначенные для уплаты налога, но и для долгосрочного сбережения. Облигации крестьянского займа принимаются в уплату сельхозналога как в 1924 г., так и в 1925 и 1926 г.г. Всякий держатель, независимо от того, когда он сдаст свою облигацию в налог, реализует в свою пользу выгоду от разницы между продажной и номинальной ценой, по которой она принимается в уплату налога. Однако, держатель, сдающий облигацию позже, получает, кроме того, дополнительные выгоды: пятипроцентный доход по купону, выплачиваемому 1 февраля 1925 г. и 1 февраля 1926 г. и участвует в восьми тиражах выигрышей на сумму 2 милл. рублей. Таким образом крестьянский заем, сохраняя податное обеспечение займа, всячески поощряет тех держателей, которые дольше удержат свою облигацию на руках. Крестьянин усвоил взгляд на заем как на выгодный способ уплаты налога его облигациями. Нужно начать воспитывать в нем другое отношение к займу как к цен-

ной бумаге, дающей верный доход и предоставляющей возможность выгодного хранения сбережений. Эту то задачу и призван осуществить крестьянский заем.

Задачи крестьянских займов и их финансовые результаты.

Отличительной чертой крестьянских займов является двойственность цели, которой они служат. Финансовая операция сочетается в них с политической задачей воспитания в крестьянской среде привычки к государственным бумагам. Эта, вторая задача существенно влияет на финансовые результаты займа, так как достижение ее требует со стороны государства материальных, денежных жертв.

Приведем для иллюстрации этой мысли несколько примеров. В целях воспитания крестьянства реализация всех займов в деревне производилась и после начала сбора сел.-хоз. налога, т.-е. тогда когда с точки зрения финансовой это было явно не выгодно. В целях продвижения облигаций в деревню через посредство кооперативных центров и хозорганов, ведущих заготовки в деревне, государство продавало им облигации хлебных займов по твердым договорам, по льготной цене и с рассрочкой платежа на сроки, зачастую не соответствовавшие условиям займа. При этом заем в некоторой части превращался как финансовое мероприятие в свою противоположность: он не только не доставлял государству кредита, но напротив становился средством кредитования кооперации и хозорганов. Таким образом в интересах будущего развития государственного кредита в деревне, государство сознательно шло на мероприятия, ухудшавшие финансовые результаты реализуемых им в деревне займов.

Фактические доходные поступления по крестьянским займам составили по апрель 1925 г. включительно около 100 милл. рублей:

По 1-му хлебному займу	7,6 м. р.
„ 2-му „ „	47,8 „ „
„ Крестьянскому „	42,2 „ „
Итого	97,6 м. р.

Роль крестьянских займов в доходных поступлениях от гос. кредитных операций, как это видно из нижеследующей таблицы (№ 32), значительна:

Таблица № 32.

Кредитный бюджет	Сумма доходных поступлений		
	От всех займов (без плат. обяз. ЦКассы)	В том числе от крестьян. займов	
	В мил. руб.	В абсол. цифрах	В %%
1921—22 г.	2,5	2,5	100
1922—23 „	87,1	42,4	48,2
1923—24 „	194,8	50,2	25,6
Итого	284,4	95,1	33,4

Крестьянские займы являются антиципационными займами. Поэтому кредит, получаемый по этим займам, очень краткосрочен: погашение займов происходит через несколько месяцев после их реализации. Тем не менее крестьянские займы, благодаря из года в год повторяющемуся выпуску их, дают постоянные, хотя и не большие, суммы беспрерывно возобновляющегося кредита. Фактически, таким образом, государство имеет по ним долгосрочный кредит, как это видно из нижеследующей таблицы движения государственного долга СССР.

Таблица № 33.

Движение государственного долга СССР

	Остаток госуд. долга в миллионах рублей на						
	1/X-22 г.	1/I-23 г.	1/X-23 г.	1/I-24 г.	1/X-24 г.	1/I-25 г.	1/IV-25 г.
1) Общая сумма	0,7	2,3	117,7	181,9	245,4	200,4	271,2
2) В том числе по крестьянским займам	0,7	2,3	27,4	8,9	38,5	12,8	9,2
3) Процентное соотнош. II-й суммы к I-й	100%	100%	23,2	4,8	15,6	6,3	3,4

Таково значение крестьянских займов, как источника подкрепления государственного казначейства.

Методы реализации

Посмотрим теперь каковы были методы реализации крестьянских займов. Поскольку облигации крестьянских займов в своей основной массе погашаются путем взноса их в уплату налога, постольку продолжительность кредита по ним определяется временем реализации займа, с одной стороны, и временем приема их в налог с другой. Реализация крестьянских займов производится в период между окончанием сбора сел.-хоз. налога и началом новой кампании. Производить реализацию займа во время сбора налога, в уплату которого можно внести только что купленную облигацию, значило бы превратить ценную бумагу в простую выкупную квитанцию. Помимо того, поскольку облигация должна продаваться по цене ниже той, по которой она принимается в налог, постольку реализация займа во время сбора налога возлагала бы на государство определенные платежи, за которые оно фактически не получало бы никакого кредита. Крестьянин купил бы облигацию займа в одной кассе финотдела и сдал бы ее в соседнюю кассу, получая по этой операции выгоду без всякой пользы для государства. Поэтому производить реализацию займа в период сбора налога (октябрь—март) можно лишь при том условии, что облигации реализуемого займа будут приниматься в уплату налога не текущей, а следующей налоговой кампании. Однако, такой порядок реализации не мог быть применен в первые периоды выпуска крестьянских займов. Пока крестьянин не привык к ценным бумагам и не убедился на практике в выгодности их, он вряд ли стал бы покупать осенью облигацию займа. которую можно использовать лишь через год. Вот почему НКФин вынужден был производить реализацию как I и II хлебных, так и крестьянского займа в период апрель—октябрь. Между тем до начала реализации нового урожая крестьяне мало платежеспособны, что не может не отражаться неблагоприятно на результатах реализации. Другим неблагоприятным фактором для реализации являются полевые работы, которые в этот период целиком поглощают внимание деревни и которые чрезвычайно затрудняют проведение агитационной кампании по займам. Этими обстоятельствами в значительной мере об'ясняется тот факт, что крестьяне пред'являют значительный спрос на облигации лишь в самый последний период реализации, уже перед самой уплатой сел.-хоз. налога. Применяясь к этим условиям должен строиться и план реализации займа.

Самым выдержанным методом реализации было бы непосредственное продвижение облигаций в деревню с тем, чтобы передать их крестьянству через деревенскую контр-агентуру без участия посредника. Однако, задача размещения займа непосредственно в твердые руки того держателя, для которого заем предназначается, является почти не осуществимой даже в том случае, когда дело идет о городском займе. История государственного кредита показывает, что всякий заем попадает сперва в руки посредника, приобретающего облигации с целью перепродажи, чтобы быстро обернуть свой капитал и увеличить его за счет курсовой разницы. Твердые держатели приобретают заем из вторых и третьих рук. При размещении займа в деревне эти трудности значительно возрастают. Отказ от посредников—первых приобретателей займа—влечет за собой чрезвычайно медленную, затяжную реализацию.

Между тем затяжная реализация, нежелательная и при размещении долгосрочных займов, является совершенно неприемлемой тогда, когда дело идет о краткосрочном, антиципационном займе. Если период погашения займа отстает во времени от начала его реализации на 3—4 месяца, то необходимо принять все меры для возможно более быстрой реализации. Всякая задержка в реализации значительно сокращает и без того очень короткий срок кредита, который государство получает с помощью займа и весьма чувствительно изменяет в худшую сторону стоимость этого кредита и финансовые результаты займа.

Поэтому при реализации крестьянских займов наряду с работой деревенской контрагентуры необходимо привлечь городских посредников и в первую очередь банки и биржу. Облигации крестьянских займов, реализуемые через городских контр-агентов, попадают в конечном счете тоже к их твердым держателям — крестьянам, пройдя довольно длинный путь через банки и хозяйственные организации и их закупочный аппарат в деревне или через биржевика и торговца. При правильном маневрировании фондом облигаций и при надлежащей организации контроля и регулировании рынка, такой метод реализации не влечет за собой никаких нежелательных последствий, ни для воспитательных и финансовых результатов займа, ни для интересов крестьянства. Задача заключается в том, чтобы не допустить такого положения вещей, когда крестьянин, для которого заем предназначается, найдет его только в руках посредника, который окажется таким образом хозяином рынка и сможет спекулятивно взвинтить цену, извлекши львиную долю выгод, связанных с займом и пред-

назначенных для крестьян. В этом случае заем не достигнет цели воспитать в крестьянине привычку к ценной бумаге. С другой стороны нельзя допускать и такого положения вещей, когда предложение займа временно превышает спрос и когда вследствие этого роняется его курсовая цена. Эти явления чаще всего связаны в нашей практике с принудительным методом размещения. Во время реализации крестьянского займа имели место случаи, когда хозорганы, испытывая финансовые затруднения и имея облигации займа, выплачивали ими крестьянам их заработную плату. Естественно, что крестьяне, став поневоле владельцами облигаций, продавали их немедленно по низкой цене. Это сразу подрывало доверие к займу и иногда на продолжительный срок останавливало размещение займа в этом районе.

Правильная организация реализации крестьянских займов должна строиться в основных чертах на следующих положениях. Государство должно владеть значительным фондом облигаций займа. Поэтому заем не должен размещаться целиком путем подписки. Правильнее всего привлекать банки и другие городские организации к работе по реализации займа на комиссионных началах. Во всяком случае НКФ должен иметь забронированный для деревни фонд облигаций займа и вести продажу их по определенной, периодически устанавливаемой государством или биржевой котировкой, цене. Таким образом крестьянин сможет всегда купить облигацию по «справедливой» цене у контрагентов НКФина и потому не станет платить спекулятивно-вздутую цену посреднику. Вместе с тем государство сможет регулировать реализацию займа, прекратив ее в городе, как только крестьянство пред'явит достаточный спрос для быстрого размещения займа без участия посредника, перебросив облигацию из города в деревню. С другой стороны нужно всячески и тщательно избегать всего того, что может повлечь за собой нарушение добровольности при размещении займа и решительно пресекать всякие попытки прямого или косвенного принуждения.

К изложенному нами правильному, с нашей точки зрения, плану размещения займа НКФ пришел лишь в 1924 г. в результате опыта предыдущих кампаний. I хлебный заем был размещен целиком в городе. Госбанк, проводивший реализацию, разместил заем среди своих клиентов—хозорганов. Остаток облигаций в конце реализации был продан на Московской товарной бирже (см. таблицу № 34).

II хлебный заем размещался преимущественно Губфо, т.-е. непосредственно в деревне. Городские контрагенты разместили 39,9% займа, причем (как это видно из таблицы № 35) в первый период реализации (до октября) через контрагентуру проходила лишь третья часть реализации. Участие посредников стало значительным (69,7%) только к концу кампании.

Иную картину дает реализация крестьянского займа (табл. № 36). Контрагентура играет значительную роль в I период реализации; по мере того как возрастает спрос на облигации в деревне усиливается работа органов НКФ, размещающих облигации непосредственно в крестьянской среде. Наряду с изменением участия городской контрагентуры в реализации займа шло усиление сети деревенских комиссионеров, с помощью которой Губфо и Уфо размещали заем непосредственно в деревне. При реализации II хлебного займа эта сеть состояла из кооперативных организаций, учреждений Наркомпочтеля и Труд. Сберкасс. При реализации крестьянского займа в 1924 г. к работе были привлечены в виде опыта ВИК-и и РИК-и.

Таблица № 34.

Реализация I-го хлебного займа.

Способ реализации.	Сумма реализации	
	В тысяч. пудов	В $^0/_0{}^0/_0$ к итогу
Реализовано:		
1) Аппаратом Госбанка	4.110,0	41,1
2) Через комиссионеров центра . . .	13,2	0,1
3) По договорам продажи	1.645,6	16,5
4) В счет кредитов по бюджету и по ссудам.	2.34,3	20,3
5) На бирже	2.196,9	22,0
Итого	10.000,0	100,0

Таблица № 35.

Роль органов НКФ и контрагентов Центра в реализации II-го хлебного займа.

Месяцы	Реализовано по номиналу.					
	Губфо.		Центральной контрагентурой и по бюджету.		Всего	
	Тысяч. пудов	В % к итогу	Тысяч. пудов	В % к итогу	Тысяч. пудов	%
1923 г.						
Май	112,2	100	—	—	112,8	100
Июнь	20.548,6	72,2	7.918,8	27,8	28.467,4	100
Итого	20.660,8	72,2	7.919,8	27,8	28.579,6	100
Июль	4.480,0	28,9	10.984,2	71,1	15.464,2	100
Август	5.905,7	58,9	4.125,3	41,1	10.031,0	100
Сентябрь	23.656,7	87,1	3.480,0	12,9	27,136,7	100
Итого	34.042,4	64,7	18.589,5	35,3	52.631.9	100
Октябрь	4.902.5	40,8	7.111,0	59,2	12.013,5	100
Ноябрь	641,0	39,0	1.000,0	61,0	1.641,0	100
Декабрь	451,8	7,4	5.660,6	92,6	6.112,4	100
Итого	5.995.3	30,3	13.771,6	69,7	19.766,9	100
1924 г.						
Январь	150.2	100	—	—	150,2	100
Февраль	48,3	23,0	161,8	77,0	210,1	100
Март	8,5	91,4	0,8	8,6	9,3	100
Итого	207,0	56,0	162,6	44,0	369,6	100
Апрель	14,3	30,7	32,4	69,3	46,7	100
Май	4,0	100	—	—	4,0	100
Итого	18,3	36,1	32,4	69,3	50,7	100
ВСЕГО	60.923,8	60,1	40.474,9	39,9	101.398,7	100

Таблица № 36.

Роль органов НКФ и контрагентов Центра в реализации Крестьянского займа.

(В тысячах рублей но номиналу).

Месяцы	Органы НКФ		Контраг. Центра		Итого	
	Сумма реализ.	В % к мес. итогу	Сумма реализ.	В % к мес. итогу	Сумма реализ.	В %
Апрель 1924 г. . . .	101,7	4,6	2.122,0	95,4	2.223,7	100,0
Май „ . . .	1.495,1	13,6	8.484,4	86,4	10.979,5	100,0
Июнь „ . . .	1.678,6	11,3	13.156,8	88,7	14.835,4	100,0
Итого за кварт.	3.275,4	11,7	24.763,2	88,3	28.038,6	100,0
Июль 1924 г. . . .	3.134,9	21,7	8.426,1	72,9	11.561,0	100,0
Август „ . . .	8.876,3	97,7	91.7	2,3	3.968,0	100,0
Сентябрь „ . . .	3.055,5	92,1	260,6	7,9	3.316,1	100,0
Итого за кварт.	10.066,7	53,4	8.778,4	46,6	18.845,1	100,0
Октябрь 1924 г. . . .	1.447,9	92,4	118,9	7,6	1.566,8	100,0
Ноябрь „ . . .	643,2	99,8	1,3	0,2	644,5	100,0
Декабрь „ . . .	152,4	99,6	0,6	0,4	153,0	100,0
Итого за кварт.	2.243,5	94,9	120,8	5,1	2.364,3	100,0
Январь 1925 г. . . .	117.2	100,0	—	—	117,2	100,0
Февраль „ . . .	69,0	100,0	—	—	69,0	100,0
Март „ . . .	11,6	5,4	200,0	94,6	211,6	100,0
Итого за кварт.	197,8	49,7	200,0	50,3	397,8	100,0
Всего . . .	15.783,4	31,8	33.862,4	68,2	49.645,8	100,0

Детальные данные о всей контрагентуре, участвовавшей в реализации крестьянского займа, дает таблица № 37. Из нее видно, что через ВИК-и размещено 6,8% займа, при чем этот процент подымается по некоторым районам до 12% с лишним. Опыт привлечения ВИК-ов к реализации займа оказался удачным и показал, что опираясь на них можно значительно расширить и углубить сеть деревенских комиссионеров.

Вторичная реализация крестьянского займа, к которой НКФ приступил в мае 1925 года, производится в деревне при помощи новой, значительно более густой сети контрагентов. Организация этой сети поручается Волостному уполномоченному по реализации крестьянского займа, назначаемому Уездным Уполномоченным из числа членов ВИК-а. Кроме контрагентов, работавших в прошлом году, волостной уполномоченный поручает комиссионную продажу займа крестьянам, пользующимся доверием (состоящие на выборных и общественных должностях), заведующим избами-читальнями, учителям и другим работникам деревни (агрономам, врачам и пр.). Таким образом организованная сеть комиссионеров должна охватить самую гущу деревни: облигация займа будет действительно приближена к крестьянству вплотную.

Обратимся теперь к вопросу о продолжительности кредита, получаемого государством по крестьянским займам. Нижеследующая таблица (№ 38) показывает следующее. Доходы от реализации I хлебного займа начали поступать лишь в июле месяце и к октябрю было реализовано только 32,8% займа. II хлебный заем был к октябрю реализован в 78%, а крестьянский в 94%.

Данные о ходе реализации нужно сопоставить с данными о погашении II хлебного и крестьянских займов по месяцам, приведенными в табл. № 39 (точных данных о погашении I хлебного займа не имеется).

На основании этого сопоставления можно сделать следующие выводы. I хлебный заем не дал государству никакого кредита. Основная масса его, как мы видели, реализована после октября, т.-е. в период сбора продналога и, следовательно, погашение займа шло одновременно с реализацией его. Таким образом финансовые результаты I хлебного займа были ничтожны—значение его в том, что он подготовил успех II хлебного займа и создал перелом в отношении населения к государственным займам.

II хлебный заем дал государству кредит в среднем в 2½ месяца. Крестьянский заем дает кредит в 4 месяца.

Аппарат реализации

Название республик и районов	Реализовано по линии					
	Приходо-расходн. кассами	Контрагентами				
		Государ. учрежд.	Риками и Виками	Коопер. об'един.	Профес. организ.	Учрежд. НКПиТ
	В проц					
Р. С. Ф. С. Р.						
1. Центр.-Землед.	9,8	9,8	12,1	3.5	—	5,3
2. Центр.-пром.	4,7	5,4	4,7	1,4	—	2,1
3. Приозерный	9,1	13,3	8,8	3.4	—	5,4
4. Северный	6,8	12,6	2,0	4,7	—	1,4
5. Средне-Волжский	6,9	9,6	12,3	2,2	—	4,2
6. Нижне-Волжский	19,2	23,6	6,0	2,5	—	0,9
7. Юго-Восток	2,2	1,8	2,4	2,0	—	0,6
8. Уральский	2,9	2,3	1,6	4,8	—	1,5
9. Западный	14,4	12,0	8,3	4,6	—	2,5
10. Сибирь	6,6	11,2	4,7	19,4	—	1,0
11. Дальн. Восток	5,7	11,4	3.7	5,1	—	1,4
Итого по РСФСР без авт. респ.	5,6	6,6	5,0	3,7	—	2,2
1. Карелия	—	—	—	—	—	—
2. Татреспубл	11,6	18,0	7,7	3,6	—	0.5
3. Немц. Поволжья	26,0	4,3	—	1,4	—	1,2
4. Горская	—	—	—	—	—	—
5. Дагестан	75,2	—	2,9	20,4	—	—
6. Башкирия	21,7	2,3	7,1	5,6	—	1,1
7. Якутия	—	—	—	—	—	—
8. Монголо-Бур.	32,4	24,7	40,0	1,8	—	1,1
9. Крым	11,6	7,5	9,5	7,7	—	1,6
10. б. Туркестан	—	—	—	—	—	—
11. Киргизия	11,7	9,9	4,6	10.4	—	3,4
Итого по авт. респ.	12,1	7,4	6,5	5,7	—	1,3
Всего по РСФСР	6,2	6,6	5,1	4.0	—	2,2
У. С. С. Р.	14,7	1,7	12,7	0,7	0,1	1,5
Б. С. С. Р.	15,0	1,2	10,0	9,8	0,6	3,5
З. С. Ф. С. Р.	—	—	—	—	—	—
Всего по СССР	8,2	5,4	6,8	3,3	—	2,0

Таблица № 37.

Крестьянского займа.

Н. К. Ф. места: Прочими контраг.	Н. К. Ф. места: Нераспр. суммы	Итого по линии НКФ	Реализовано контрагентами Центра: Госбанком.	Сельско-союзом.	Хлебо-продуктом	Прочими контрагент. Центра	Итого контрагент. Центра	Всего реализовано
е	н	т	а	х				
1,9	3,6	4[illegible]		2,4	—	—	54,0	100
0,3	0,6	19,2	60,6		1,7	17,8	80,8	100,0
1,0	2,7	43,7	52,8	1,6	1,9	—	56.3	100,0
0,1	1,2	28,8	69.2	2,0	—	—	71,2	100,0
0,1	4.2	39,9	42,9	17,6	—	—	60,5	100,0
—	4,1	56,3	43,7	—	—	—	43,7	100,0
0,2	10,2	19,4	48,2	1,7	30,7	—	80,6	100,0
—	15,5	28,6	36,0	3,4	32.0	—	71,4	100,0
0,4	14,1	56,3	19,1	4,3	20,3	—	43,7	100,0
2,7	—	45,6	31,9	6,1	16,4	—	54,4	100,0
0,2	0,8	28,3	67,5	4.2	—	—	71,7	100,0
0,6	5,0	28,7	51,1	2.2	11,9	6,1	71,3	100,0
—	86,5	86.5	13,5	—		-	13,5	100.0
1,1	0,2	42,7	42,4	4,1	10,8		57,3	100,0
—	—	32.9	25.0	42,1	—	-	67,1	100,0
—	100,0	100,0	—	—	—		—	100,0
1,5	—	100,0		—	—	—	—	100,0
0,8	—	38,6	19,0	7,0	35,4	—	61,4	100 0
—	—	—	—	—	—	—	—	100,0
—	—	100,0	—	—	—	—	—	100,0
0,6	0,3	38,8	34,5	19,5	7,2	—	61,2	100,0
—	19,5	19,5	70,7	9,8	—	—	80,5	100,0
0,9	0.9	41,8	52.3	5.9	—	—	58,2	100,0
0,6	4,8	38,4	39,9	10,6	11,1	—	61,6	100,0
0.6	5,3	30,0	49,4	3,1	11,8	5,7	70,0	100,0
2,2	—	33,6	60,7	5,8	—	—	66.5	100,0
10,4	—	50,5	45,5	4,0	—	—	49,5	100,0
—	44,5	44,5	50,9	4.6	—	—	55,5	100,0
1,1	4,2	31,0	51,8	3,7	9,0	4,5	69,0	100,0

Правильно ли принципиально выпускать крестьянские займы.

Вопросы государственного кредита СССР не пользовались до сих пор особенно большим вниманием со стороны общественных и ученых кругов. Мало разработанные и слабо освещенные в печати, они не вызывали до сих пор сколько-нибудь серьезного обсуждения. Исключение составляют крестьянские займы. Вопрос о том правильно ли принципиально выпускать займы, специально приспособленные к крестьянскому быту и реализовать их в деревне не встречает единодушной оценки. Наши крестьянские займы имеют своих убежденных принципиальных противников, и вопрос о целесообразности их вызывает оживленную дискуссию как в планирующих и законодательных органах, так и на страницах печати. Основываясь на практике Западной Европы, на довоенном опыте России, утверждают, что политика государственного кредита в деревне не правильна, что не нужно ни выпускать специальных займов, ни размещать государственные ценные бумаги в деревне. Нужно по примеру дореволюционного времени опирать государственный кредит не на индивидуальных держателей, а на капиталы учреждений, собирающих с помощью вкладной операции мелкие сбережения в свои кассы [1]).

Такая аргументация кажется на первый взгляд убедительной. Не приходится спорить против того, что задача приучить крестьянство к ценным бумагам очень трудна, что размещение займа в деревне требует огромных усилий, вызывая необходимость организовывать сложный и громоздкий аппарат и проводить широкую и дорогую печатную и устную агитацию.

Займы, специально приспособленные для размещения среди крестьянства,—являются своеобразным опытом СССР, не имеющим прецедента в истории государственного кредита, ни царской России, ни Западно-Европейских государств.

Рынком ценных бумаг является обычно город и, выпуская свои займы, правительства всех времен и народов приспособляют их к интересам не сельского, а городского населения. Выпущенные на городской рынок, облигации государственных займов, обычно, находят своего держателя в городе. Они попадают в сколько-нибудь значительном количестве в деревню лишь во Франции и в некоторых государствах Америки (Канада). Однако, именно во Франции и в Канаде крестьянское хозяйство давно приобрело характер фермерского, а крестьяне—владельцы этих ферм—являются собственниками,

---

[1]) См. статью проф. М. И. Боголепова „Государственные займы и народные сбережения“ в „Экономическом обозрении“ № 2 1925 г.

живущими не только земледельческим трудом, но, не редко в значительной мере, рентными доходами. Поэтому то обстоятельство, что французский или канадский крестьянин помещают часть своих свободных от сельского хозяйства капиталов в облигации государственной ренты или в облигации обычных процентных займов ни в какой мере не превращает этих ценных бумаг в крестьянские.

Между тем во всех странах и в частности в дореволюционной России мелкие сбережения, в том числе и крестьянские, использовывались для государственного кредита. Для этого не было нужды в выпуске специальных крестьянских займов, незачем было даже размещать облигации государственных займов обычного типа среди крестьян.

Мелкие сбережения собираются в сберегательные кассы, в учреждения мелкого кредита, а эти последние помещают собранные таким образом капиталы в облигации государственных займов.

Государственный кредит СССР пошел иными, своеобразными путями. Задача приучить крестьянство к хранению своих сбережений и временно свободных средств в облигациях государственных займов была поставлена как основная задача государственного кредита. Она осуществляется путем ежегодно повторяющегося выпуска крестьянского займа. На этом пути, вне всякого сомнения, стоят огромные трудности, преодоление которых потребует и очень длительной систематической работы и не малых финансовых жертв. Поэтому необходимо очень внимательно отнестись к вопросу о том, необходимо ли идти по пути крестьянских займов, нет ли в нашем распоряжении других, более легких и более целесообразных путей.

Посмотрим прежде всего, есть ли у нас реально, рекомендуемый противниками крестьянских займов, как лучший, путь использования крестьянских сбережений.

Статистические данные Главн. Управл. Гос. Труд. Сберкасс, опубликованные в № 55 Финансовой Газеты дают на этот вопрос достаточно красноречивый ответ.

Сберкассы строят свой аппарат [1]) таким образом, чтобы по возможности шире охватить деревню: 70,5% общего количества сберегательных касса Союза приходятся на долю касс при учреждениях почтово-телеграфного и железнодорожного ведомства, из которых большинство работают в сельских местностях. Однако, остаток вкладов в этих кассах на 17 февраля

[1]) Число Сберкасс на 1 июня 1925 г. равно 8448 против 8500 Сберкасс, действовавших на 1 января 1914 г. на значительно большей территории бывшей Российской Империи.

Таблица № 38.

Доходные поступления от реализации крестьянских займов по месяцам.

Месяцы	I Хлебный	II Хлебный	Крестьянск.
	в процентах		
Апрель	—	—	4,4
Май	—	0,1	21,6
Июнь	—	29,1	29,5
Итого за III квартал	—	29,2	55,5
Июль	0,8	17,1	23,0
Август	20,9	10,5	8,4
Сентябрь	11,1	20,6	7,1
Итого за IV квартал	32,8	48,8	38,5
За полугодие	32,8	78 0	94,0
Октябрь	38,9	13,8	8,3
Ноябрь	26,7	1,9	1,4
Декабрь	0,1	5,6	0,4
Итого за I квартал	65,7	21,3	5,1
Январь	0 2	0,2	0,3
Февраль	—	0,4	0,1
Март	1,2	—	0,5
Итого за II квартал	1,4	0,6	0,9
Апрель	—	—	—
Май	0,07	—	—
Июнь	0,03	—	—
Итого за III квартал	0,1	0,1	—
Всего	100,0%	100,0%	100,0%

Таблица № 39.

Погашение 2-го Хлебного и Крестьянского займов.
(в тыс. пуд. (руб.).

Месяцы	2-ой Хлебный		Крестьянский	
	Погашение по месяцам	В %% к итогу	Погашение по месяцам	В %% к итогу
	1923/24 год.		1924/25 год.	
Август	491,0	0,5	1.399,0	2,8
Сентябрь	19 575,0	19,4	7.487,0	15,1
Итого за квартал.	20.066,0	19,9	8.886,0	17,9
Октябрь	34.230,0	33,8	15.503,0	31,2
Ноябрь	12.447,0	12,3	8.474,0	17,1
Декабрь	14.166,0	14,0	3.382,0	6,8
Итого за квартал.	60.843,0	60,1	27.359,0	55,1
Январь	11.783,0	11,7	2.815,0	5,7
Февраль	6.110,0	6,1	869,0	1,7
Март	705,0	0,7	437,0	0,9
Итого за квартал.	18.598,0	18,5	4.121,0	9,0
Апрель	282,0	0,3	—	—
Май	139,0	0,1	—	—
Июнь	105,0	0,1	—	—
Итого за квартал.	526,0	0,5	—	—
Июль	30,0	—	—	—
Август	—	—	—	—
Сентябрь	—	—	—	—
Итого за квартал.	30,0	—	—	—
Октябрь	70,0	—	—	—
Не пред'явлено к погашению	1.025,0	1,0	9.279,8	18,0
Итого	101.158,0	100,0	49.645,8	100,0

1925 года составил лишь 5,2 милл. рублей; т.-е. 29,8% общей суммы остатка вкладов во всех кассах. 1500 касс, находящихся в сельских районах, бездействуют вовсе. Наряду с этим городские кассы, составляющие 8% общего количества сберкасс, сосредоточили у себя более 65% вкладов. Таким образом сберегательные кассы в настоящее время в деле собирания крестьянских средств не играют той роли, которую они играли до войны. Учреждения мелкого кредита точно также не являются резервуарами крестьянских сбережений: паевой капитал первичной сети их (от 2,3 до 3,4% пассива) как и количество собранным ими вкладов (1,4% баланса) совершенно ничтожны [1]). При таком положении вещей от всей убедительности аргументации противников крестьянских займов не остается и следа. Бесспорно, что трактор является наилучшей машиной для обработки земли и тем не менее мы вынуждены пользоваться не только трактором, но и плугами и даже сохой. На данной ступени народно-хозяйственного развития приходится пользоваться существующими возможностями, хотя бы теоретически и были мыслимы другие лучшие пути.

Вопрос об использовании крестьянских сбережений для государственного кредита стоит сейчас со всей определенностью следующим образом: Крестьянские сбережения могут быть собраны путем непосредственного проникновения облигаций в деревню или они не будут использованы для государственного кредита вовсе. Между тем средства, накопляющиеся в деревне, имеют для судеб государственного кредита Советского Союза решающее значение.

По исчислениям проф. Литошенко [2]) годовой доход сельского населения (по данным статистики бюджетов крестьянских хозяйств) был равен в 1923—24 году 5.736 милл. руб. и составил 63,4% национального дохода СССР. Г. Студенский [3]) устанавливает на основании тех же бюджетных исследований, что накопление в современном крестьянском хозяйстве составляет 7—8% дохода. Таким образом ежегодное накопление средств в деревне выражается солидной суммой от 401,5 до 488,9 мил. рублей. Дополнительная разработка статистики крестьянских бюджетов установила, что в течение года (с 1 апреля 1923 г. по 1 апреля 1924 г.) крестьянское накопление в денежной форме составляет около 229 милл. рубл. (около

---

[1]) См. проф. А. Чаянов „Кооперативное накопление общественных капиталов" „Эконом. Жизнь" № 48 от 27/II—1925 г.

[2]) Проф. Л. Н. Литошенко „Национальный доход СССР" Фин-Изд. - Москва 1925 г.

[3]) „Денежный оборот крестьянских хозяйств и задачи его кредитования" „Экон. Жизнь" № 25 от 31/I—1925 г.

10 р. 50 к. на хозяйство) [1]). Несомненно, что денежное накопление может служить базой для наших займов, поэтому, отказаться от вовлечения этих средств, хотя бы частично, в систему государственного кредита—это значит отказаться от использования значительной части тех возможностей, которыми располагает СССР для развития своего внутреннего кредита. И поэтому до тех пор пока не только теоретически, но и практически у нас не создадутся резервуары, в которые стекаются крестьянские сбережения, до тех пор мы должны идти за ними в деревню, выпуская для этого специальные крестьянские займы и продавая их крестьянам.

Таким образом, нам представляется, что практика крестьянских займов является в современных условиях необходимой и принципиально правильной. Задача заключается в том, чтобы найти правильную форму крестьянского займа и выработать такие условия его, которые наилучшим образом обеспечат осуществление и финансовых и педагогических целей, ради которых производится их выпуск.

Критика существующей формы крестьянских займов.

Накопленный опыт дает, с нашей точки зрения, достаточно веский материал для критики крестьянских займов, но не в плоскости принципиальной целесообразности их, а в плоскости практического их осуществления. Крестьянский заем выпускается по низкому курсу и принимается в уплату налога по номинальной цене. В этом основном условии крестьянского займа коренится источник целого ряда очень существенных дефектов этой кредитной операции, главнейшие из которых заключаются в следующем.

1. Поскольку продажная цена займа ниже цены, по которой он принимается в налог, постольку нельзя, как мы указали выше, вести реализацию его во время налоговой кампании в деревне. В результате для реализации займа остается очень короткий период в четыре, максимум, месяца, который совершенно не достаточен для того, чтобы проникнуть с займом в деревенскую гущу.

2. Беда заключается не только, и, что особенно существенно, не столько в краткости периода реализации, но в том, что реализацию крестьянского займа приходится вести в период менее всего для этого подходящий. Апрель—август являются месяцами наименьшей платежеспособности крестьянства и наибольшей занятости его полевыми работами. В этот

[1]) Из неопубликованного доклада Л. Н. Литошенко, прочитанного в июне 1925 г. в Институте Экономических Исследований.

период деревня сама нуждается в средствах и менее всего склонна думать о покупке займа. После же сбора урожая, в то время, когда крестьянин имеет излишки средств и когда перед ним стоит вопрос о помещении этих излишков—в этот период НКФ не может вести реализацию займа. Здесь есть коренное и очевидное противоречие между требованиями жизни и условиями займа. Нужно, понятно, изменить условия займа, применительно к жизни, вместо того, чтобы стремиться, вопреки требованиям жизни, реализовать заем в самые, для этого, неблагоприятные месяцы.

3. Вследствие указанного противоречия выгоды займа достаются меньше всего тем, для кого они предназначены. При низком выпускном курсе выгоды достаются, главным образом, первому держателю займа. Чем ближе срок уплаты налога, тем, естественно, выше должна быть продажная цена облигаций. В период уплаты налога разница между ценой облигации и номиналом займа, по которому он принимается в налог, не может быть значительна. Таким образом, последние держатели займа получают от займа очень не большие выгоды. Между тем, крестьянин обладает средствами лишь к концу периода реализации и, таким образом, волей неволей, является последним держателем займа. В результате высокая стоимость займа для государства не оправдывается его педагогическим эффектом. Львиную долю выгод крестьянского займа реализуют банки, хозорганы, посредники. Крестьянам остаются крохи.

4. Поскольку крестьянский заем построен таким образом, что основная выгода, которую он дает, заключается в скидке с номинала и поскольку облигации его могут быть погашены путем взноса в налог через 3—4 месяца после выпуска их, постольку крестьянский заем неизбежно должен обходиться чрезвычайно дорого государству. Держателю нужно дать значительную курсовую разницу—иначе не будет стимула для приобретения облигаций. За это государство получает очень краткосрочный кредит. При процентировании стоимости займа для государства на годовой срок кредита неизбежно получается, что крестьянский заем обходится очень дорого государству.

5. Правда, крестьянский заем стремится приучить крестьянство помещать в него не только средства, предназначенные для уплаты налога, но и сбережения, предназначенные к более долгосрочному помещению. Однако, стимулы, выбранные для этого, не достаточно эффективны. Пятипроцентный доход не достаточен для того, чтобы заинтересовать крестьянство. Мало подходит для этой цели и лотерейный характер займа. Выигрыши не пригодны для антиципационных займов вообще

и для крестьянских в особенности. Податное обеспечение займа создает постоянный обратный приток реализованных облигаций в казну. Окончание реализации наступает после начала сдачи налога. Таким образом, когда бы ни был назначен тираж выигрышей, часть выигрышей неизбежно падает на облигации, находящиеся в кассах НКФ. Срок, в течение которого на руках у крестьянства находится значительное количество облигаций, очень не продолжителен. В результате выигрыши достаются в очень не большом количестве держателям займа и, таким образом, не дают того эффекта, который от них ждут. Призыв удерживать облигации займа на руках и не сдавать их в налог в надежде на выигрыш—мало убедителен для крестьянства.

Наконец, в силу технических причин выигрышный заем мало пригоден для деревни. Тиражные таблицы не доступны крестьянам и как бы широко не ставить рассылку таблиц, как бы хорошо ни организовать выдачу справок—невозможно добиться того, чтобы крестьяне следили за выигрышами и полностью. использовали бы их. Во всяком случае совершенно нецелесообразны мелкие (пяти рублевые) выигрыши, разыгрываемые в каждом тираже в значительном количестве. Они мало заманчивы, а слежение за ними довольно затруднительно.

Эти общие соображения подтверждаются фактами. По 1-му тиражу крестьянского займа из разыгранных 250.000 рублей выигрышей выплачено, по имеющимся у НКФ сведениям на 1-е мая 1925 г., всего 83.035 рубл., а по 2-му тиражу—19.375 рубл. Вряд ли процент выигрышей, доставшихся крестьянам, высок. Таким образом, для крестьян приведенные скромные цифры выплаченных выигрышей должны быть еще и значительно снижены. Несмотря на все принятые меры (вплоть до почти обязательной проверки облигаций по тиражным таблицам при приеме их в налог) крестьяне сдавали облигации в налоговую кампанию 1924—25 г., не проверив их по таблицам выигрышей.

При таком положении вещей вряд ли можно расчитывать на то, что большое количество облигаций крестьянского займа будет использовано в качестве выгодного помещения сбережений. Цифру в 9 милл. рублей облигаций крестьянского займа (18% займа), не сданных в налог 1924—25 г., нужно признать относительно очень высокой.

Желательна форма крестьянских займов.

Все указанные нами недостатки крестьянского займа могут быть устранены в настоящее время. Однако, до сих пор необходимо было применять ту несовершенную форму крестьянского займа, которую мы критиковали только что. Необ-

ходимо было создать связь между хлебными и денежными займами, связать податной интерес с займом и сделать это в очень наглядной и примитивной форме (скидка с номинала). Форму крестьянских займов можно изменять только постепенно переходя от примитивных форм к более совершенным. Нам представляется, что сейчас есть возможность перейти к займу, реализуемому по номиналу, вся выгода которого заключалась бы в процентном доходе. Такой заем мог бы лучше разрешить задачу воспитания в крестьянстве привычки к ценным бумагам и дал бы, вместе с тем, лучшие финансовые результаты.

Крестьянский заем следовало бы облечь в форму мелкокупюрного займа, продаваемого по номиналу, приносящего доход не меньший, чем тот, который будет существовать для ссудного капитала на вольном рынке в городе в момент выпуска займа. Этот доход должен выплачиваться по ежемесячному купону. Вместе с тем, заем должен сохранить ограниченный кассовый курс, т.-е. облигации его должны приниматься в уплату по сел.-хоз. налогу и по другим крестьянским платежам государству.

Реализацию такого займа можно было бы вести перманентно, круглый год не боясь того, что купленная в одной кассе финоргана облигация будет немедленно сдана в другую. Вместе с тем, купон срочный через месяц явится действительным стимулом к удержанию облигации на руках. Срок кредита, который получит государство по такому займу будет, несомненно, продолжительней, чем тот, который оно получило по хлебным и крестьянскому займам.

5. Краткосрочный заем 1925.

Чтобы закончить обзор краткосрочных займов СССР, нам остается только остановиться на краткосрочном 5%-ном внутреннем займе 1925 г. Заем был выпущен по постановлению ЦИК-а и СНК СССР от 23 февраля 1925 года в сумме 10 милл. рублей на 1 год. Реализация его произведена по курсу 82 р. за 100 рубл., путем открытой подписки. В течение 6 дней (с 7 по 14 апреля) подписка покрыла сумму займа в 5 с лишним раз. Как видно из приводимых ниже данных (табл. № 40) 1-я группа подписчиков (на сумму до 500 рублей) покрыла заем с избытком; между ними одними и была произведена разверстка займа из расчета 80% подписной суммы.

Таблица № 40.

Итоги подписки на краткосрочный 5% заем 1925 г.

Группы подписчиков	В Москве	В провинции	Всего
	В тысячах рублей		
I-я (до 500 р. включ.)	10.127,2	1.992,4	12.119,6
II-я (от 500 р. до 5.000 р.) . .	2.138,4	2.018,3	4.156,7
III-я (свыше 5.000 р.)	24.945,0	10.495,5	35.440,5
Итого . . .	37.210.640	14.506,2	51.716,8

Краткосрочный заем 1925 г. выпущен на очень небольшую сумму и на исключительно выгодных для приобретателей условиях. Его значение не в финансовых результатах—при теперешнем состоянии бюджета 10 милл. рубл. не может играть сколько-нибудь большой роли. Заем носит резко выраженный демонстративный и опытный характер. Он должен был, прежде всего, демонстрировать новые принципы политики государственного кредита. Это был первый заем, реализованный после отмены принудительных методов реализации. Он призван был показать рынку, что государственные займы впредь будут размещаться на рынке в порядке добровольной подписки, что государство заинтересовано в оживлении фондового оборота и, что работа с государственными фондами может дать рынку значительные выгоды. Чрезвычайно скромная сумма займа и высокая доходность его должны были подчеркнуть новые принципы политики государственного кредита: впредь займы будут выпускаться на сумму, посильную рынку и на условиях, соответствующих учетному проценту, существующему в момент выпуска займа. Заем был реализован с полным успехом, при чем, значительная часть займа подписана частными лицами небольшими суммами. Значение этого факта для государственного кредита очень велико. Оно заключается в том, что государственный кредит может уже расчитывать не только на средства, предназначенные для уплаты того или другого налога, что есть действительно свободные средства, которые склонны к помещению в государственные фонды. Это дает основание отказаться в будущем от наименее совершен-

ной формы антиципационных займов до сих пор доминировавшей в наших добровольных займах, и перейти к краткосрочным займам, выпускаемым на постепенно удлиняющиеся сроки, реализуемых в порядке добровольной подписки на рынке.

6. Выводы

Мы произвели обзор всех краткосрочных кредитных операций, осуществленных правительством СССР до апреля 1925 года.

Мы видели, что часть кредитных операций носила случайный характер, их выпуск обусловлен острым финансовым и обще-хозяйственным кризисом. По миновению кризиса займы этого типа не повторятся больше. За вычетом этих кредитных операций остается две формы займов, которые не утратили свое значение сейчас и, которые, вероятно, на долго останутся в системе государственного кредита СССР. — Это платежные обязательства Центрокассы и крестьянские займы. Форма этих кредитных операций подвергнется, вероятно, не раз изменению, но в том или другом облике государственный кредит СССР будет иметь в своем составе и краткосрочный текущий долг и займы, предназначенные к размещению в деревне.

Этим не исчерпываются формы краткосрочных займов, к которым будет прибегать Советское Правительство. Наряду с этим будет, несомненно, развиваться форма краткосрочных займов, приносящих доход по купонам, не имеющих ни кассового курса, ни податного обеспечения. Эта форма займа должна стать господствующей в городе. В этом залог здорового развития государственного кредита СССР.

ГЛАВА IX.

Перспективы Государственного кредита СССР.

Между развитием государственного кредита СССР и темпом восстановления и дальнейшего роста нашего народного хозяйства существует прямое взаимодействие.

Государственный кредит «связан тысячью нитями» с народным хозяйством и может развиваться лишь в меру развития этого последнего. С другой стороны, темп развития нашего хозяйства зависит, главным образом, от того, в какой мере государственный кредит сумеет собрать и дать народному хозяйству те капиталы, которые необходимы для того, чтобы осуществить широкую программу фундаментального строитель-

ства, без которого невозможно дальнейшее развертывание нашей промышленности, сельского хозяйства, транспорта и торговли.

Международная обстановка сегодняшнего дня не позволяет расчитывать на получение в ближайшем будущем иностранных капиталов с помощью государственных займов. Перспективы государственного кредита на ближайший период ограничиваются рамками внутренних займов. Укрепление и развитие внутреннего государственного кредита и тот темп роста, который в зависимости от этого сможет осуществить наше народное хозяйство, решит в конечном счете и вопрос о внешних займах. Чем энергичней Советский Союз сумеет продолжать народно-хозяйственное строительство, опираясь на свои внутренние рессурсы, тем скорее он добьется иностранного кредита, на приемлемых для него условиях.

Как бы-то ни было, но перспективы государственного кредита СССР вырисовываются сейчас, как перспективы внутреннего государственного кредита.

Внутренний государственный кредит должен ориентироваться на три основных источника денежных капиталов страны: 1) свободные средства хозяйственных организаций, 2) сбережения трудовых масс деревни и города и 3) городской рынок частного капитало-накопления.

Полученный, в процессе работы, опыт, изложенный нами в предыдущих главах настоящей брошюры, наметил те пути, которые позволяют использовать все указанные 3 источника для питания государственного кредита СССР. Обязательное хранение резервных капиталов всех организаций, обязанных публичной отчетностью, в облигациях государственных займов, даст государственному кредиту возможность использовать длительно свободные средства хозяйственных организаций; крестьянские займы дополнят работу сберегательных касс и кредитной кооперации по собиранию в кассы государственного казначейства мелких сбережений, распыленных между миллионами крестьянских хозяйств; наконец, разно-типные краткосрочные, в частности, и выигрышные займы, выпускаемые на не большие, посильные рынку, суммы и на условиях, соответствующих средне-рыночному учетному проценту, дадут возможность извлечь из оборота свободные средства, накопляющиеся в городе, в среде служащих и рабочих, у частного торговца и промышленника и в мещанских кругах городских обывателей.

Необходимо настойчиво продолжать работу по воспитанию в населении привычки к помещению своих сбережений в государственные фонды и всячески стимулировать накопление в

ценных бумагах. С этой целью целесообразно предоставить более широкие рамки для передачи по наследству облигаций государственных займов, последовательно проводить существующий и сейчас налоговой иммунитет для доходов от ценных бумаг и продолжать педантически точно выполнять все, принятые на себя государством, обязательства по государственному долгу.

Что касается срока государственного кредита, то нужно стремиться к его последовательному удлинению. Однако, надо идти по этому пути с большой осторожностью, лишь постепенно переходя от краткосрочных займов к относительно долгосрочным.

Одним из решающих факторов развития государственного кредита явится банковский аппарат и накопляющиеся в нем средства. Здесь, в частности, лежит на ближайший период решение вопроса о догосрочном кредите. До тех пор, пока размещение долгосрочных займов на широком рынке затруднительно, такие кредитные операции должны реализоваться, главным образом, за счет свободных пассивов банков. На этом принципе строится проектируемый в настоящее время, заем хозяйственного восстановления. Такие займы антиципируют за счет банковских средств поступления по нескольким более краткосрочным займам, реализуемым на рынке небольшими суммами. Такое сочетание краткосрочных займов, реализуемых путем публичной подписки на рынке и долгосрочных займов, размещаемых преимущественно за счет не снижающегося остатка временно свободных средств хоз. органов, накопляющихся в банках на текущих счетах, дает возможность обслужить острые потребности народного хозяйства, не насилуя рынок и не нарушая нормального роста государственного кредита СССР.

В предыдущем изложении и в перспективах государственного кредита, которые рисуются нам, мы обходим полным молчанием займы местных государственных и коммунальных органов и облигационные займы кредитных и хозяйственных организаций.

НКФин довольно последовательно проводит политику отказа в выдаче разрешений на выпуск каких-бы-то ни было займов. Тем не менее к настоящему времени разрешены и осуществлены следующие 5, не государственных кредитных операций: два иностранных облигационных займа—заем Немецко-Волжского Банка на 1 милл. долларов и Акционерного общества «Международной рабочей помощи Советской России» на 1 миллион долларов; один коммунальный заем—«облигационный 8% жилищно-строительный заем Московского Совета Р.

К. и К. Д. 1924 г.» на 10 милл. рублей и 2 кооперативных займа—Московского Союза Потребительских Обществ на 3 милл. руб. из 6% годовых и Ленинградского Союза Потребительских Обществ на 2 милл. рубл. из 6% годовых.

Однако, все эти займы не играют никакой роли на фондовом рынке и находятся вне биржевого и банковского оборота. Выпущенные иностранные займы носят ярко выраженный благотворительный (не коммерческий) характер, а займы Московского Совета и кооперативные размещены лишь в небольшой части преимущественно принудительно в порядке кооперативной, профессиональной или партийной дисциплины. Судьба этих займов подтверждает правильность отрицательного отношения НКФина к такого рода эмиссиям.

Что касается намечающихся перспектив для облигационных займов различных государственных хозяйственных организаций, то выпуск их вряд ли будет целесообразен в ближайшем будущем. Такие облигационные займы принципиально желательны лишь в том случае, когда имеется определенный круг лиц или организаций, специфически заинтересованный в судьбе данного хозяйственного предприятия. Тогда облигационные займы этого предприятия были бы размещены на специальном рынке капиталов, отграниченном от того рынка, на котором государство размещает свои собственные займы. При Советской экономической политике (при отсутствии акционеров—частных лиц) такой специфической заинтересованности нет и потому облигационные займы хозяйственных организаций были бы выброшены на тот же общий—малоемкий денежный рынок, на который расчитывает и государство. Между тем, облигационные займы отдельной отрасли государственной промышленности не могут иметь (в смысле отношения к ним держателей) никаких преимуществ перед займом государства, которому принадлежит вся государственная промышленность в целом. При таких условиях облигационные займы хозяйственных организаций конкурировали бы с государственными займами, лишь сокращая, а не расширяя рынок публичного кредита.

При бедности нашей страны в свободных капиталах и при почти полном отсутствии фондовых рынков на местах, финансирование коммунального и кооперативного строительства целесообразнее проводить не с помощью выпуска местных займов, а в централизованном порядке, через коммунальный и кооперативный всесоюзные банки. При благоприятном положении рынка капиталов и в силу ряда специальных соображений бюджетного характера, в отдельных случаях может оказаться

целесообразным произвести такое финансирование с помощью облигационного займа соответствующего банка, а не из бюджетных доходов от государственного кредита. Однако, это вопрос скорее формы, чем существа.

Понятие публичного кредита на ближайший период в СССР совпадает с понятием государственного кредита.

ПЕРЕЧЕНЬ ТАБЛИЦ В ТЕКСТЕ.

ОГЛАВЛЕНИЕ.



Цена 1 р. 40 к.